

TEXTOS PARA DISCUSSÃO CEPAL • IPEA

LC/BRS/R.244

21

América Latina del auge a la crisis: desafíos de política macroeconómica

Osvaldo Kacef
Rafael M. López-Monti



NACIONES UNIDAS

CEPAL

ipea

Índice

PRESENTACIÓN	
INTRODUCCIÓN	7
1 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA FASE DE CRECIMIENTO 2003-2008	8
1.1 EL CONTEXTO EXTERNO Y LA CUENTA CORRIENTE	10
1.2 PRODUCTO, INGRESO Y COMPONENTES DE LA DEMANDA	16
1.3 LA VULNERABILIDAD EXTERNA.....	20
1.4 LA CONTRIBUCIÓN DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA	23
1.5 MERCADO DE TRABAJO E INDICADORES SOCIALES	31
2 EL IMPACTO DE LA CRISIS SOBRE LA MACROECONOMÍA LATINOAMERICANA.....	36
2.1 LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA CRISIS	37
2.2 EL ESPACIO MACROECONÓMICO Y LAS POLÍTICAS PARA ENFRENTAR LA CRISIS	43
CONCLUSIÓN: LA POLÍTICA MACROECONÓMICA MÁS ALLÁ DE LA CRISIS	50
BIBLIOGRAFÍA.....	57



APRESENTAÇÃO

A Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal) e o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) mantêm atividades conjuntas desde 1971, abrangendo vários aspectos do estudo do desenvolvimento econômico e social do Brasil, da América Latina e do Caribe. A partir de 2010, os Textos para Discussão Cepal–Ipea passaram a constituir instrumento de divulgação dos trabalhos realizados entre as duas instituições.

Os textos divulgados por meio desta série são parte do Programa de Trabalho acordado anualmente entre a Cepal e o Ipea. Foram publicados aqui os trabalhos considerados, após análise pelas diretorias de ambas as instituições, de maior relevância e qualidade, cujos resultados merecem divulgação mais ampla.

O Escritório da Cepal no Brasil e o Ipea acreditam que, ao difundir os resultados de suas atividades conjuntas, estão contribuindo para socializar o conhecimento nas diversas áreas cobertas por seus respectivos mandatos. Os textos publicados foram produzidos por técnicos das instituições, autores convidados e consultores externos, cujas recomendações de política não refletem necessariamente as posições institucionais da Cepal ou do Ipea.

AMÉRICA LATINA DEL AUGE A LA CRISIS: DESAFÍOS DE POLÍTICA MACROECONÓMICA

Oswaldo Kacef

Rafael M. López-Monti

INTRODUCCIÓN

América Latina atravesó seis años de crecimiento consecutivos desde 2003 hasta fines del 2008, fenómeno que por su intensidad, duración y características no tiene precedentes en la historia económica de la región. Durante este periodo de expansión, que alcanzó a casi todas las economías de la región, el producto regional creció a una tasa promedio anual de 4,8% acumulando un crecimiento del producto interno bruto (PIB) por habitante de 22,1% equivalente a 3,4% anual.

La reciente crisis internacional marca el fin de este periodo de crecimiento y pone de relevancia la necesidad de hacer un balance del reciente periodo de crecimiento cuyas características lo hacen verdaderamente singular, así como de evaluar la forma que adoptó la transmisión de la crisis a las economías de la región y analizar por qué el impacto es distinto al de otras crisis que la región enfrentó en el pasado y plantear, por último, algunos desafíos que enfrenta la política macroeconómica más allá de la crisis.

Con el objetivo de abordar estos temas, el artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección 1 analizaremos los principales rasgos que caracterizaron el periodo de crecimiento 2003-2008 en los países de América Latina, y también los aportes de la política macroeconómica a la reducción de la vulnerabilidad de la región; en la sección 2 se estudian los principales canales de transmisión de la crisis internacional hacia las economías latinoamericanas; y finalmente en la conclusión, se plantean algunos de los desafíos de la política macroeconómica a largo plazo.

1

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA FASE DE CRECIMIENTO 2003-2008

Como se puede observar en el gráfico 1, para encontrar un periodo en el que el PIB por habitante crezca de manera sostenida por encima del 3% anual tendríamos que remontarnos 40 años hacia atrás, cuando la región creció entre fines de los años 1960 y hasta el primer shock de precios del petróleo a comienzos de los 1970, por siete años consecutivos a tasas comparables.

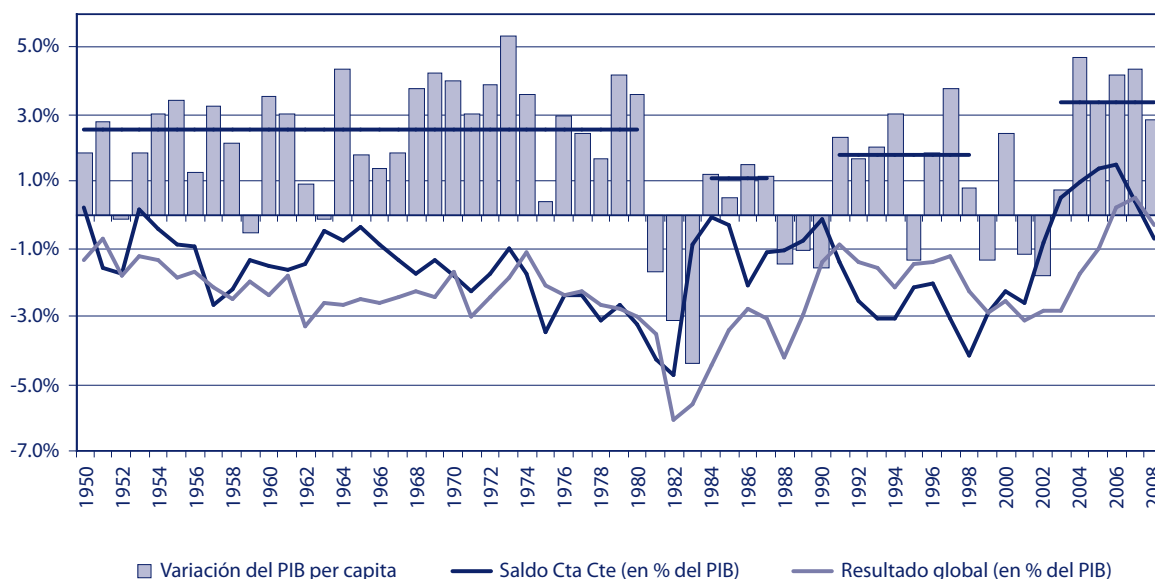


Gráfico 1: Variación del producto interno bruto por habitante, saldo de la cuenta corriente y del resultado global

Sin embargo, como veremos en detalle en esta sección, el crecimiento sostenido fue acompañado por una mejora cuantitativa y cualitativa de las variables macroeconómicas fundamentales, lo que hace que este periodo sea una fase de expansión sin precedentes en la historia reciente de la región. Por un lado, se registró un superávit en la cuenta corriente del balance de pagos que responde, en gran medida, a la recuperación que tuvieron los términos de intercambio (en particular en América del Sur) y al crecimiento de las remesas de los trabajadores emigrados (en México y sobre todo en Centroamérica). Por otro

lado, la evolución de las cuentas públicas durante la etapa de expansión se caracterizó por un aumento del superávit primario con la casi desaparición del déficit global, lo que ha permitido una significativa reducción de la deuda pública.

El buen desempeño macroeconómico de América Latina durante el periodo 2003-2008 se dio en un contexto internacional caracterizado por el crecimiento en todas las regiones del mundo y, en particular, por el buen desempeño de las economías emergentes lideradas por China e India. En este sentido, cabe señalar que aunque las tasas de crecimiento de la región fueron elevadas en términos históricos, fueron inferiores a las registradas en promedio en los países en desarrollo. Sin embargo, no se puede ignorar que esta comparación está influida por el bajo crecimiento observado en los últimos años en las dos mayores economías de la región, Brasil y México, que representan en conjunto el 60% del producto regional. Como puede verse en el gráfico 2, el desempeño de los países de América Latina, sin considerar estas dos economías, no es muy diferente del desempeño del mundo en desarrollo.

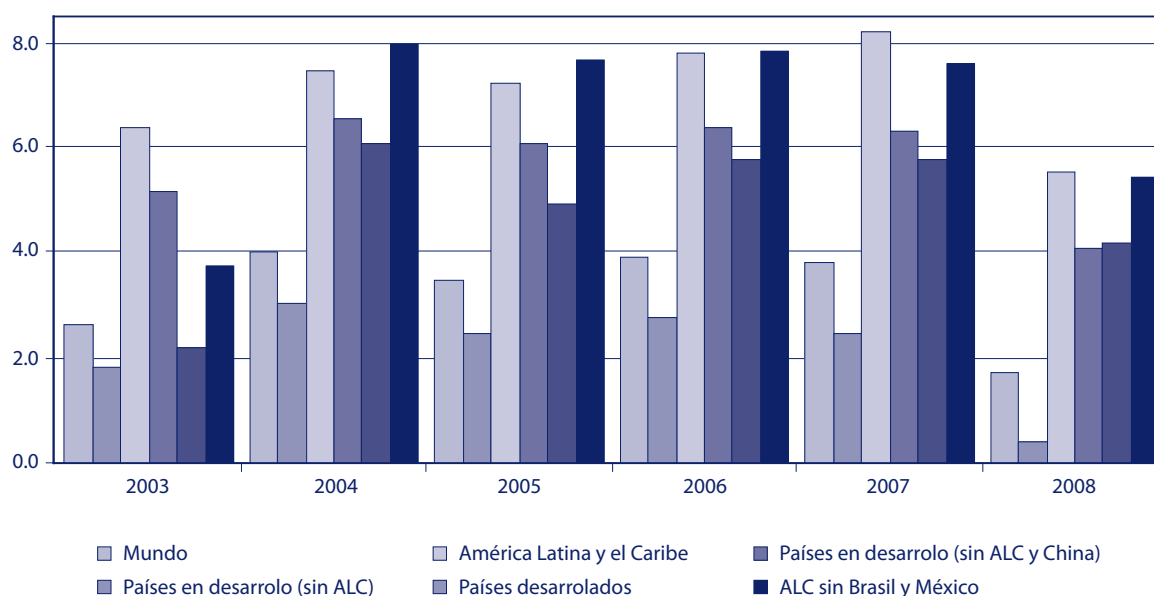


Gráfico 2: Crecimiento del mundo por regiones 2003-2008

En líneas generales, este periodo se caracterizó no sólo por la mejora en la cuenta corriente, sino también por la abundancia de liquidez en los mercados internacionales de capitales que se reflejó en una disminución del riesgo país. En este contexto, se incrementaron las reservas internacionales y se redujo el endeudamiento neto externo, hecho al que contribuyó también a la evolución de las cuentas públicas. Además, las mejores condiciones financieras permitieron mejorar el perfil de la deuda, tanto en términos de plazos como de tasas de interés, e incrementar al mismo tiempo la proporción de la

deuda denominada en moneda nacional. Como se analizará en la sección 1.5, el proceso de expansión trajo consigo una mejora de los indicadores del mercado de trabajo, como así lo demuestra la disminución de la tasa de desempleo a nivel regional que pasó de 11% en el 2002 a 7,4% en el 2008. Adicionalmente, los nuevos puestos de trabajo se caracterizaron por ser de mejor calidad, dada la creciente participación del empleo formal asalariado en el aumento del empleo y la conjunción de crecimiento económico, menor desempleo y mayor calidad de los puestos de trabajo se tradujo en una mejora de los indicadores sociales.

1.1

EL CONTEXTO EXTERNO Y LA CUENTA CORRIENTE

Como señalamos anteriormente, el buen desempeño económico en América Latina en el período 2003-2008 se dio en contexto mundial de crecimiento acelerado y generalizado. En efecto, durante el período aumentó la cantidad de países que registraron tasas de crecimiento del producto por habitante mayores al 3% anual. Este fenómeno se explica fundamentalmente por el crecimiento acelerado en las economías emergentes, en que el 57% de estos países mostraron tasas de crecimiento del PIB por habitante superiores al 3% entre los años 2003 y 2008, al tiempo que sólo el 25% de las economías industrializadas crecían a un ritmo comparable (gráfico 3). Este patrón es un hecho destacable si se compara con la distribución del crecimiento en la década pasada, cuando en promedio sólo el 38% de las economías emergentes y el 33% de las industrializadas registraban un crecimiento por habitante superior al 3% anual, destacándose la marcada aceleración del ritmo de expansión en los países industrializados entre los años 1998 y 2000.

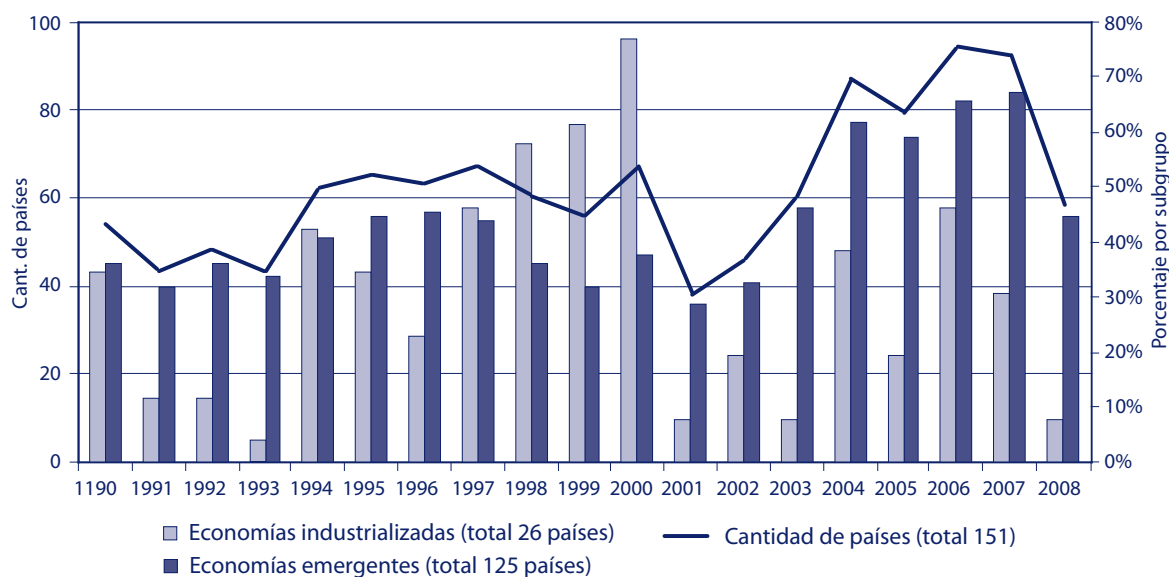


Gráfico 3: Cantidad de países con crecimiento del PIB por habitante superior 3%

Otros elementos destacados, en el contexto de la prolongada expansión de la economía mundial, son la creciente incidencia de China e India en la demanda global y la abundante liquidez que caracterizó, al menos hasta mediados del 2007, los mercados internacionales de capitales. Las favorables condiciones externas permitieron que, de manera inédita en la historia económica de la región, el crecimiento fuera acompañado por superávit en la cuenta corriente con la única excepción del año 2008. Dos fueron los factores principales que explican la evolución de la cuenta corriente regional: los términos de intercambio y las remesas de los trabajadores emigrados. Sin embargo, ambos elementos afectaron a los países de la región de manera diferenciada. No sorprende, por lo tanto que, aunque vista en conjunto la región registró en promedio un superávit en la cuenta corriente durante el periodo 2003-2008, este excedente se concentra en una minoría de países. En efecto, sólo ocho de los 19 países de América Latina mostraron en promedio un saldo superavitario durante el periodo de expansión, siendo todas ellas economías sudamericanas.¹

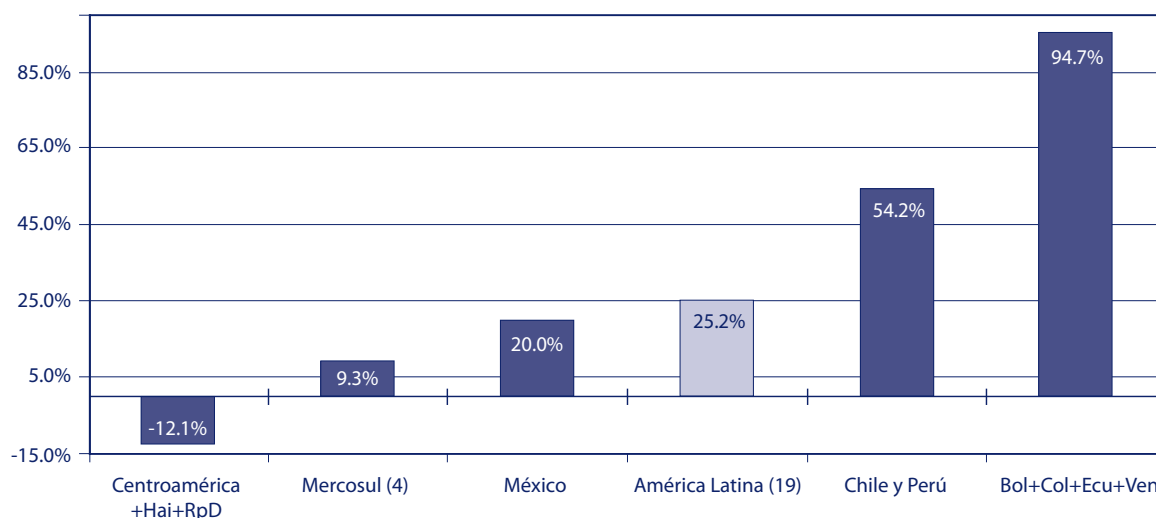


Gráfico 4: Variación porcentual de los términos de intercambio promedio 2003-2008 (promedio 2003-2008 versus el promedio de los 1990)

No es casual que sean los países de América del Sur los que explican el excedente externo a nivel agregado, ya que fue la región más beneficiada por el incremento en los términos de intercambio cuando se los compara con el nivel promedio de los 1990 (gráfico 4). En efecto, los países especializados en la exportación de petróleo y sus derivados como así también de metales y minerales registraron el mayor aumento de sus términos de intercambio durante el periodo de crecimiento. En el caso de los países del Mercado Común del Sur (Mercosur) el aporte se dio a través del aumento en el volumen exportado neto, ya que la suba de los precios relativos de exportación fue de menor magnitud (menos de un 10%).

¹ De hecho, cuatro países (Argentina, Brasil, Chile y Venezuela) explican el superávit en cuenta corriente de la región.

Por un lado, México es uno de los países que registró una importante mejora en sus términos de intercambio de la mano del incremento en el precio del petróleo, aunque este fue parcialmente compensado por el deterioro del volumen exportado neto de bienes. Otra es la historia de los países de Centroamérica, importadores netos de petróleo y competidores de China en el mercado estadounidense, quienes no sólo sufrieron un deterioro en sus términos del intercambio durante la etapa de crecimiento regional, sino también una reducción de sus ventas externas en términos reales, ambos con respecto al promedio de los 1990.

Por otro lado, México y la mayoría de los países de Centroamérica son receptores de cuantiosos recursos por concepto de remesas de trabajadores emigrados. La región en su conjunto recibió en promedio remesas equivalentes al 1,6% del PIB en el periodo 2003-2008. Sin embargo, Centroamérica recibió en promedio un equivalente al 11,3% del PIB (aunque si se excluye a Costa Rica y Panamá el promedio se eleva significativamente, tal como se desprende del gráfico 5) y en México a un 2,3%, cifra comparable a lo que este país recibió en concepto de inversión extranjera directa durante el periodo.

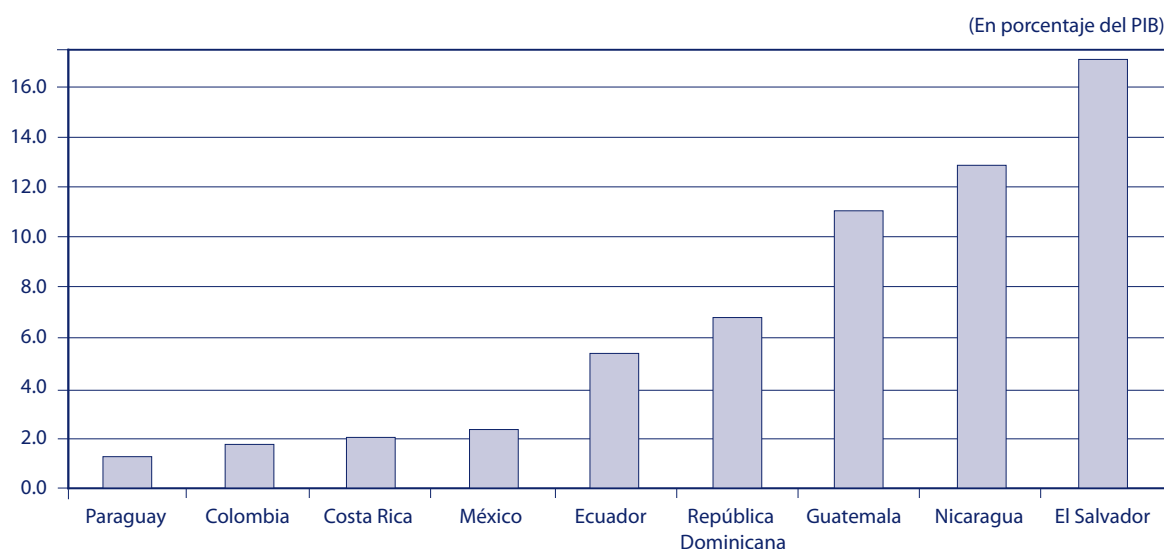


Gráfico 5: Remesas de trabajadores – países seleccionados

Otro rasgo característico de la evolución de la cuenta corriente del balance de pago en los años de crecimiento fue el significativo aumento que registraron las remesas de utilidades realizadas por las empresas extranjeras a sus casas matrices. Como puede verse en el gráfico 5, los flujos de utilidades netas en términos del PIB registraron un importante crecimiento en aquellas economías vinculadas a la producción y exportación de productos básicos en América del Sur, principalmente petróleo, metales y minerales. Esta circunstancia está línea con la mejora en los precios internacionales de estos productos y al hecho de que, en muchos casos, la explotación de recursos naturales está en manos de empresas extranjeras. En este

sentido, vale la pena destacar que en promedio Chile y Perú concentran un 33% de los egresos netos de divisas correspondientes a este concepto entre 2003 y 2008, a pesar de que representan menos del 8% del PIB regional medido en dólares corrientes.

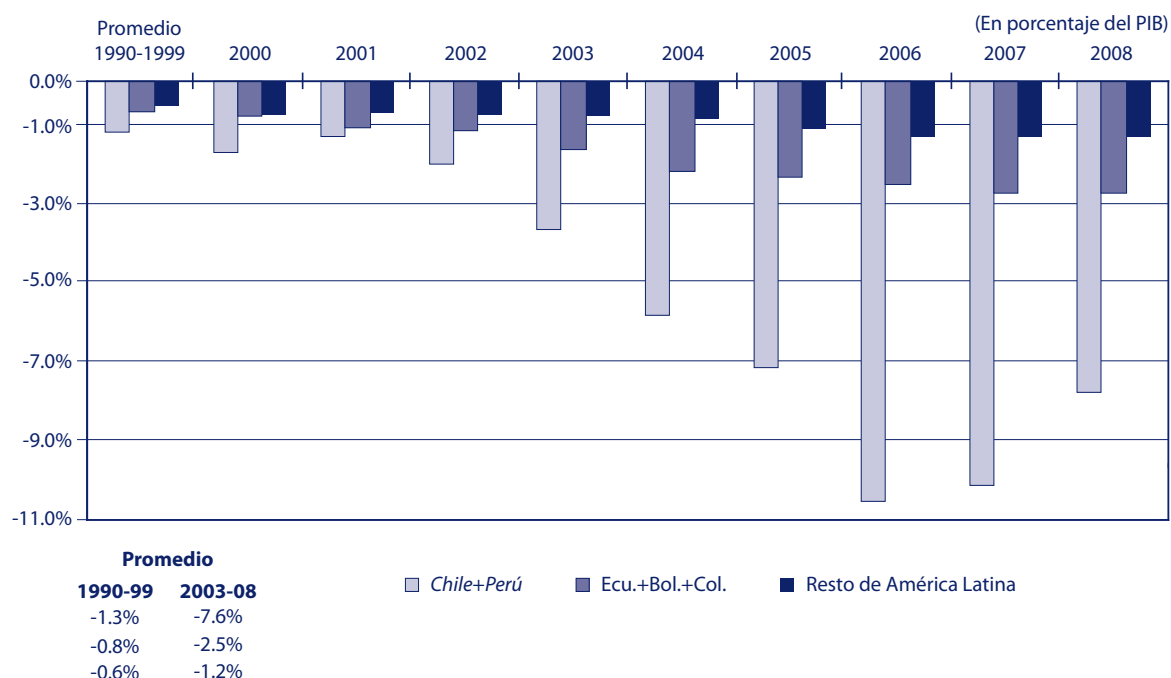


Gráfico 6: Remesas de utilidades netas

Para ilustrar los efectos mencionados anteriormente y su impacto en el saldo de la cuenta corriente, analizaremos a continuación la desagregación de las variaciones registradas en las cuentas corrientes promedio por país durante el periodo de expansión 2003-2008, tomando como medida de comparación el promedio de los 1990. Por un lado, en América del Sur, gráfico 7a, se produjo un mejoramiento del saldo de la cuenta corriente en la mayoría de los países (con la excepción de Colombia y Uruguay) debido fundamentalmente al efecto del aumento de los términos de intercambio y, en algunos países, a la mejora del saldo comercial en términos reales. En efecto, los países más beneficiados por la mejora de los términos de intercambio son Venezuela y Chile, parcialmente compensada en este último país y en Perú por la ya mencionada remisión de utilidades al exterior, vinculadas sobre todo a la explotación minera. Por otro lado, Argentina, Bolivia, Brasil, Perú y Uruguay son las economías que registran los mayores aumentos del volumen exportado. Es interesante tomar nota de que en varios países de América del Sur (Bolivia, Colombia, Ecuador y Paraguay) las remesas de emigrados comienzan a tener una destacada importancia cuando se las compara con el promedio de los 1990.



Gráfico 7: Descomposición de la variación del saldo de la cuenta corriente entre el promedio 2003-2008 y el promedio 1990-1999

El gráfico 7b muestra la descomposición de la variación de la cuenta corriente para México y Centroamérica entre los periodos analizados. Un elemento común en estos países es el deterioro de la balanza comercial a precios constantes y, con la excepción de México, el impacto negativo de la evolución

de los términos de intercambio. Al mismo tiempo, es muy significativo el ingreso de divisas en concepto de remesas de los trabajadores emigrados, con la excepción de Costa Rica y Panamá. Estos dos países, junto con la República Dominicana, presentan un efecto positivo significativo derivado del balance de servicios.

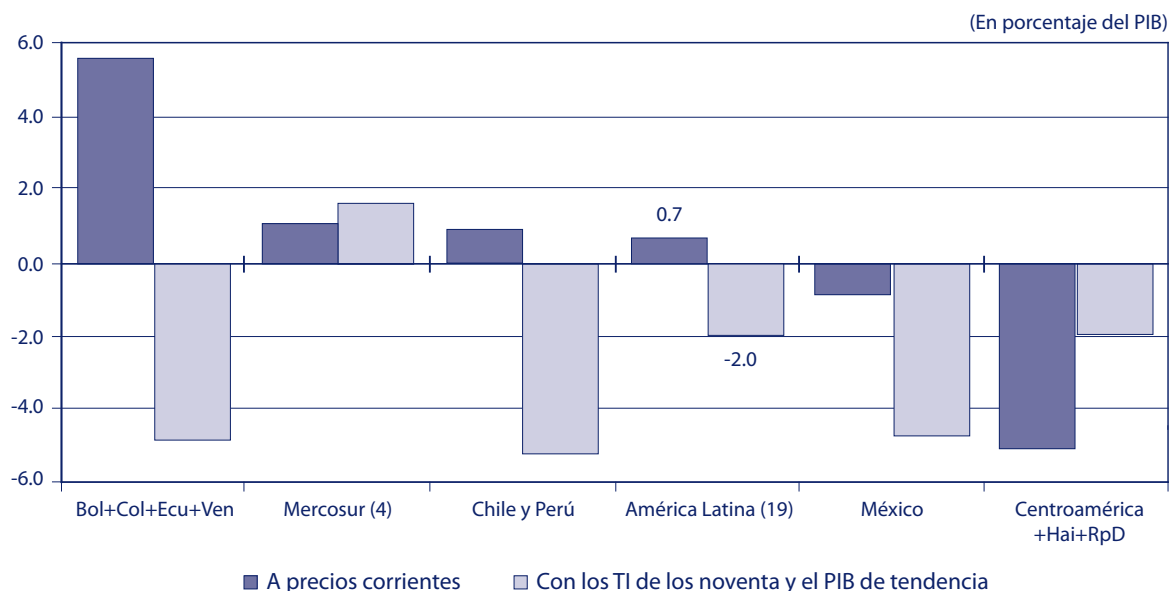


Gráfico 8: Cuenta corriente promedio 2003-2008 a precios corrientes y con los términos de intercambio de los años 1990

Para evaluar la sensibilidad del sector externo al cambio en los precios relativos al comercio exterior, estimamos cuál sería el saldo de la cuenta corriente si los términos de intercambio fueran equivalentes a los de los años 1990, ajustando también el crecimiento del PIB en la medida en que este depende de los términos de intercambio (gráfico 8).² A nivel agregado, la región pasaría de un superávit de 0,7% del PIB a precios corrientes a un déficit de 2% considerando la relación de intercambio de los 1990 y el crecimiento de tendencia durante el periodo 2003-2008. Si la relación de intercambio fuera la de los 1990, aumentaría el déficit de cuenta corriente en México y Colombia, mientras que en los casos de Venezuela, Chile y Ecuador el saldo de cuenta corriente pasaría a ser deficitario, por los menores precios del petróleo y los metales vigentes en la década del 1990. En los países del Mercosur, con la excepción

² Para obtener la cuenta corriente con la relación de intercambio de los 1990, se valoraron las exportaciones reales de bienes y servicios con el nivel de precios de las importaciones corrientes, tanto en bienes como servicios, ajustadas por la relación de intercambio promedio de los 1990. Igual procedimiento se aplicó a las remesas de utilidades enviadas al exterior, por estar muy vinculadas a la evolución del precio de los productos básicos. Por su parte, el crecimiento del volumen importado de bienes y servicios en cada año se ajustó por la diferencia entre el crecimiento efectivo del PIB y por la tendencia, resultado de filtrar la serie con HP ($\lambda=6.25$), y aplicando las elasticidades ingreso de las importaciones reportadas en Bello y Pineda (2007). Cabe señalar, que en este ejercicio, también se utilizó la tendencia del PIB nominal para el cálculo de la relación cuenta corriente sobre PIB.

de Brasil, se incrementaría el superávit de la cuenta corriente, no como resultado de la variación de la relación de intercambio, sino de la menor demanda de importaciones por el menor crecimiento relativo al considerar la tendencia. Por su parte, en los países de Centroamérica el déficit en cuenta corriente se reduciría significativamente, al eliminar el impacto del deterioro que sufrieron sus términos de intercambio en los últimos seis años.

1.2.

PRODUCTO, INGRESO Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Un hecho que caracterizó el periodo de expansión 2003-2008 es que el ingreso nacional bruto disponible (YNBD) de la mayoría de los países de la región se expandió a una tasa superior a la del PIB. Mientras que el PIB de la región crecía a una tasa promedio anual de 4,8%, el YNBD lo hacía a un ritmo promedio de 5,7%. Este fenómeno se dio con mayor fuerza en los países exportadores de metales, minerales e hidrocarburos (Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela) en que se registró un significativo incremento del YNBD en línea con la mejora de los términos de intercambio, pese a que en algunos casos se observó también un aumento considerable del pago neto de utilidades y dividendos al resto del mundo (en particular en Chile y Perú, ver gráfico 5).³ En los demás países de América del Sur, el YNBD también mostró un alza superior a la del PIB, aunque más moderado. En Centroamérica, pese a la disminución del poder adquisitivo de las exportaciones, la ampliación de las remesas de los emigrantes permitió que, en algunos países, el YNBD creciera a una tasa mayor que la del PIB (Guatemala y Honduras). En el caso de México, la expansión del ingreso nacional es atribuible, tanto a la mejora de los términos de intercambio como al aumento de las transferencias corrientes netas recibidas.

Dado el aumento del YNBD en la región y pese al significativo dinamismo que tuvo el consumo, el ahorro nacional aumentó considerablemente en la mayoría de los países y, a precios corrientes, representó en promedio un 22% del PIB entre 2003 y 2008, registro más altos desde 1990. A diferencia de la última década, el ahorro externo se tornó negativo (-0,7% del PIB), lo que implica que la inversión regional fue enteramente financiada con ahorro nacional durante gran parte del periodo de expansión, con excepción del año 2008.

3 Un análisis detallado de estos aspectos puede encontrarse en Kacef y Manuelito (2008).

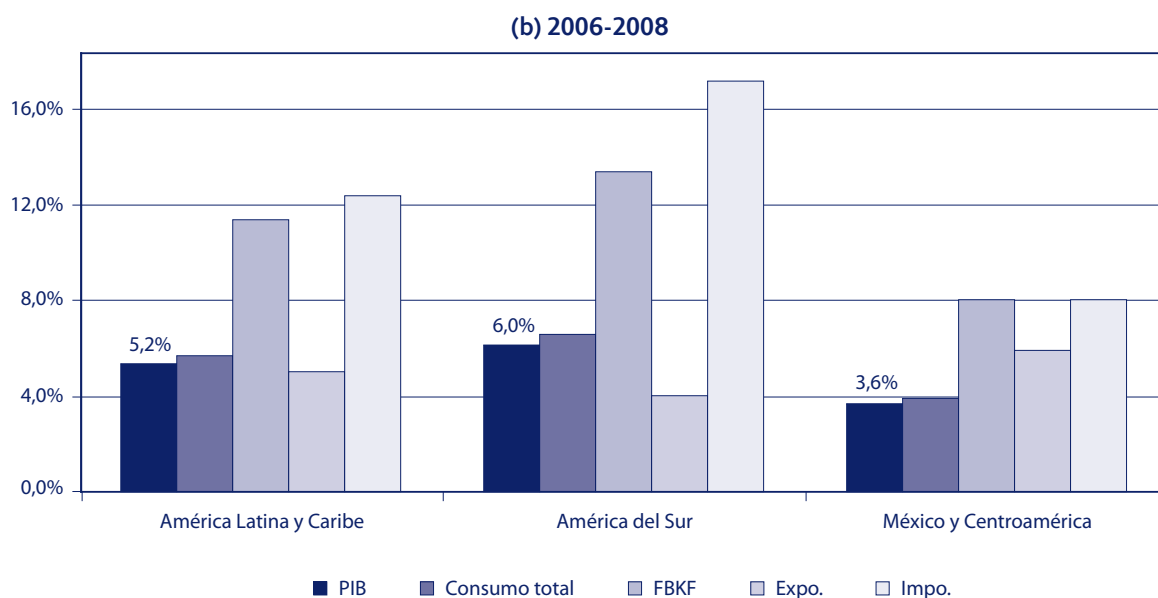
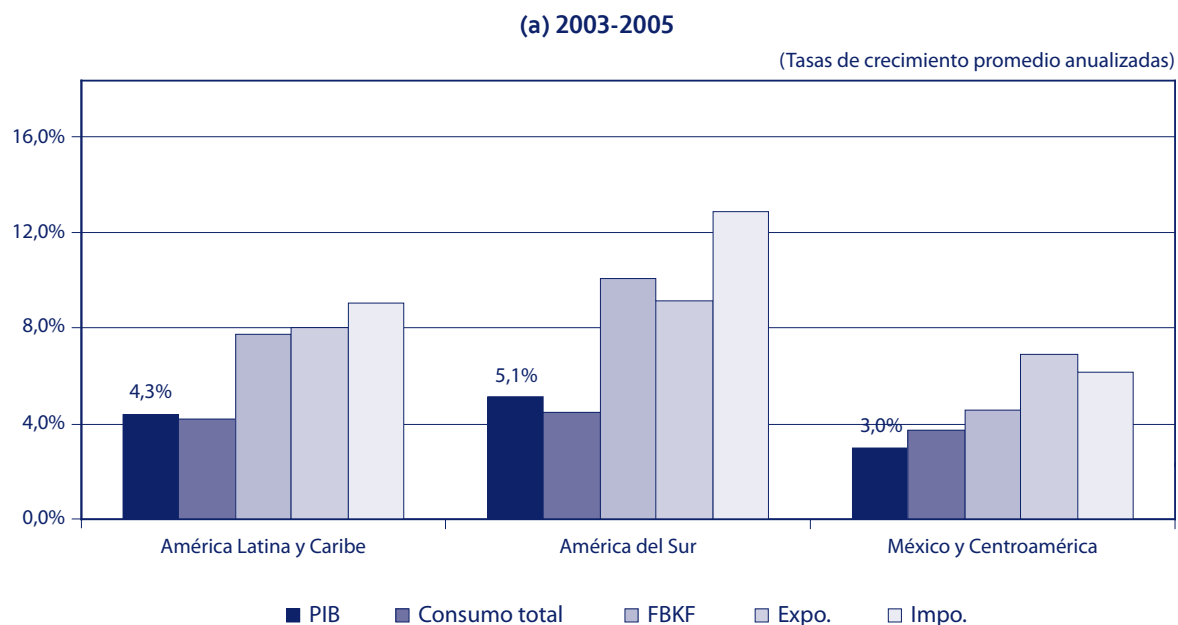


Gráfico 9: Crecimiento de los componentes de la oferta y demanda

El periodo de crecimiento puede ser dividido en dos etapas: 2003-2005 y 2006-2008. En la primera etapa, gráfico 9a, la demanda agregada a nivel regional crece a un ritmo promedio de 5% anual, siendo la formación bruta de capital fijo y las exportaciones de bienes y servicios los de mayor dinamismo, en particular en los países de América del Sur. En la segunda etapa, gráfico 9b, la expansión de la demanda interna en toda

la región se acelera a 6,6% anual de la mano de un incremento en la tasas de crecimiento promedio de la inversión, de 7,7% a 11,2% anual entre el primero y segundo trienio, y en menor medida del consumo total, de 4,2% a 5,6% anual, siguiendo el desempeño de los países sudamericanos. Esta mayor absorción interna junto a la creciente apreciación cambiaria impulsaron las importaciones en términos reales en toda la región y, en especial, en América del Sur, donde crecieron a una tasa promedio anual cercana al 17% en los últimos tres años. Cabe señalar en este punto que, como se ha determinado en varios estudios, una característica común a la mayoría de los países latinoamericanos es que la elasticidad ingreso a largo plazo de las importaciones es sustancialmente mayor que uno.⁴

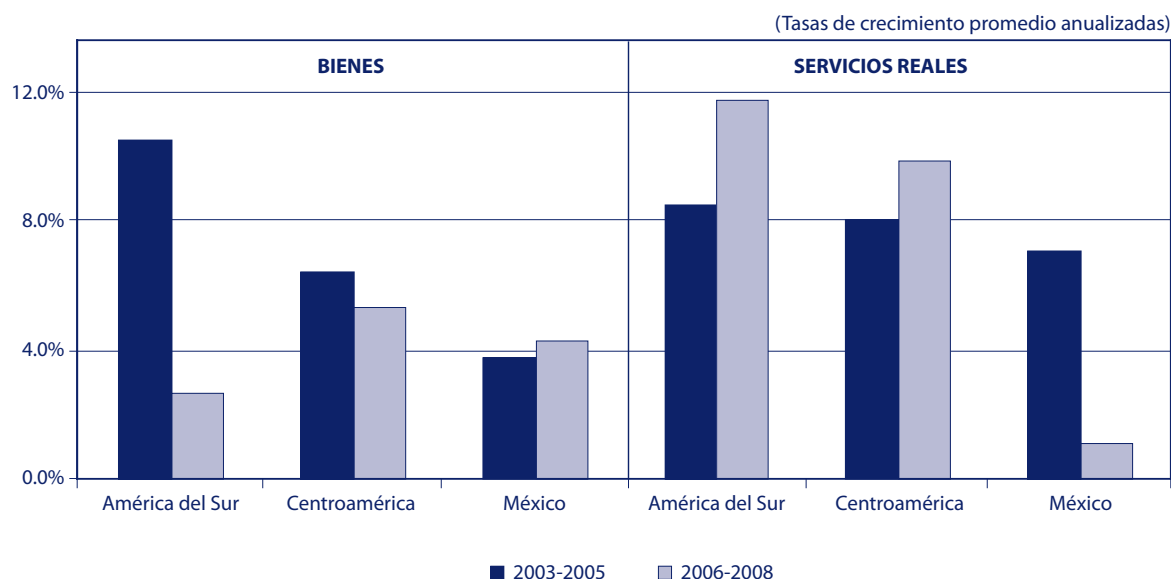


Gráfico 10: Crecimiento del volumen exportado de bienes y servicios

Al mismo tiempo, la apreciación cambiaria desaceleró el ritmo de crecimiento del volumen exportado de bienes y servicios a nivel regional. Sin embargo, esta situación se explica básicamente por la fuerte desaceleración que registraron las exportaciones reales de bienes en América del Sur, que luego de aumentar a ritmo de 10,5% anual en la primera etapa 2003-2005, crecieron sólo un 2,6% promedio en los últimos tres años (gráfico 10). Por el contrario, las exportaciones de servicios reales en estos países mantuvieron un ritmo ascendente, pasando de un crecimiento promedio anual de 8,3% a 11,3%, entre

⁴ Véanse entre otros: Senhadji (1998) y Bello y Pineda (2007). En este último trabajo, usando como medida de ingreso el PIB real y como medida de precios el tipo de cambio real, el rango de la elasticidad ingreso de las importaciones va desde 0,67% para Perú, hasta 2,54% para Uruguay, con una mediana de 2%. Cuando se utiliza el PIB real – exportaciones como medida de ingreso, y de nuevo controlando por el tipo de cambio real, el rango de esa elasticidad va desde 0,65% para Perú, hasta 3,09% para Uruguay, con una mediana de 1,4%. En el primer caso solamente un país registró una elasticidad menor a la unidad, mientras que en el otro caso, dos países, Perú y Honduras, presentaron una elasticidad ingreso menor que 1%.

ambas etapas. Cabe señalar el notable crecimiento que registraron los servicios reales en países como Argentina, Chile, Perú y Uruguay con tasas superiores al 10% promedio anual. En México y Centroamérica la evolución de las exportaciones tuvo un comportamiento contrapuesto. Mientras que el volumen de las exportaciones de bienes se desaceleró en Centroamérica en los últimos tres años, aumentaba su ritmo de crecimiento en México. Al mismo tiempo, las exportaciones de servicios reales se desaceleraron fuertemente en México 6 puntos porcentuales (p.p.) mientras aumentaron su crecimiento en Centroamérica, básicamente en Costa Rica, Haití y Panamá.

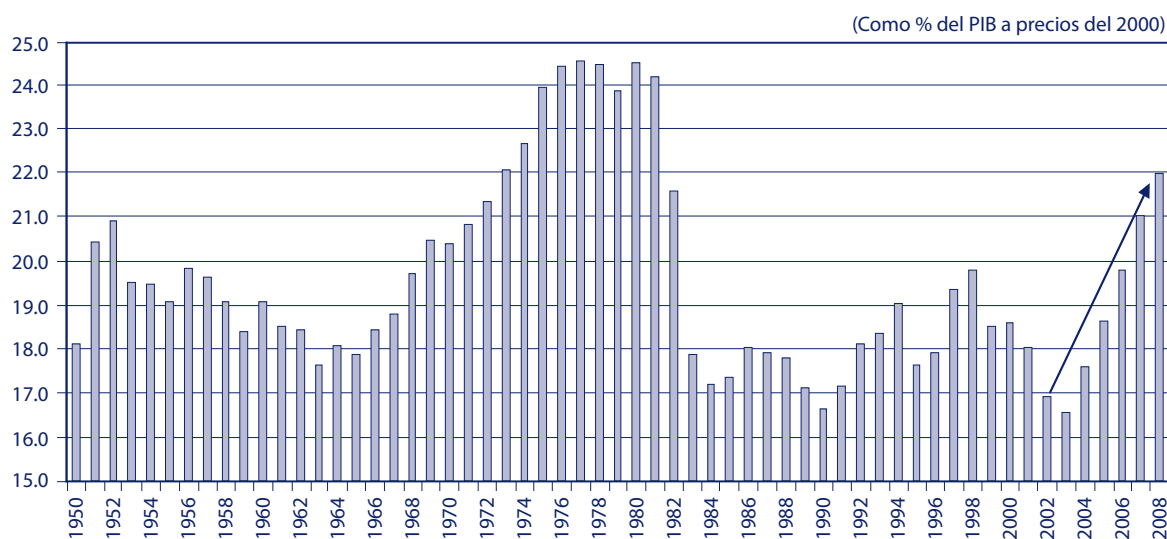


Gráfico 11: Formación bruta de capital fijo

La formación bruta de capital fijo ha sido el componente más dinámico de la demanda a lo largo de todo el periodo de expansión 2003-2008, creciendo a una tasa anual equivalente de 9,5% y es evidentemente mayor en los países de América del Sur, favorecidos por la mejora de sus términos de intercambio. Este crecimiento refleja no sólo el dinamismo de la construcción sino también, sobre todo, la inversión en maquinaria y equipos, cuya contribución representó alrededor de dos tercios del alza promedio de la formación bruta de capital de los últimos seis años. Como porcentaje del PIB, la formación bruta de capital fijo creció más de cinco puntos porcentuales en este periodo, al pasar de 16,9% en 2002 a 22% en 2008, su máximo nivel en más de 25 años (el gráfico 11). A pesar de esta recuperación sostenida, la tasa de inversión en 2008 es aún menor a los niveles registrados en la segunda mitad de la década del 1970 y principios de los 1980.

1.3

LA VULNERABILIDAD EXTERNA

América Latina registró, en los últimos seis años, un superávit en su balanza básica que en promedio representó un 2,7% del PIB, como resultado del saldo positivo en la cuenta corriente (0,7%) y la entrada neta de inversión extranjera directa (IED) (1,9%). Como consecuencia, muchos países de la región fortalecieron su posición externa neta, ya sea mediante la disminución de sus pasivos externos o sea por el incremento de los activos de reserva.

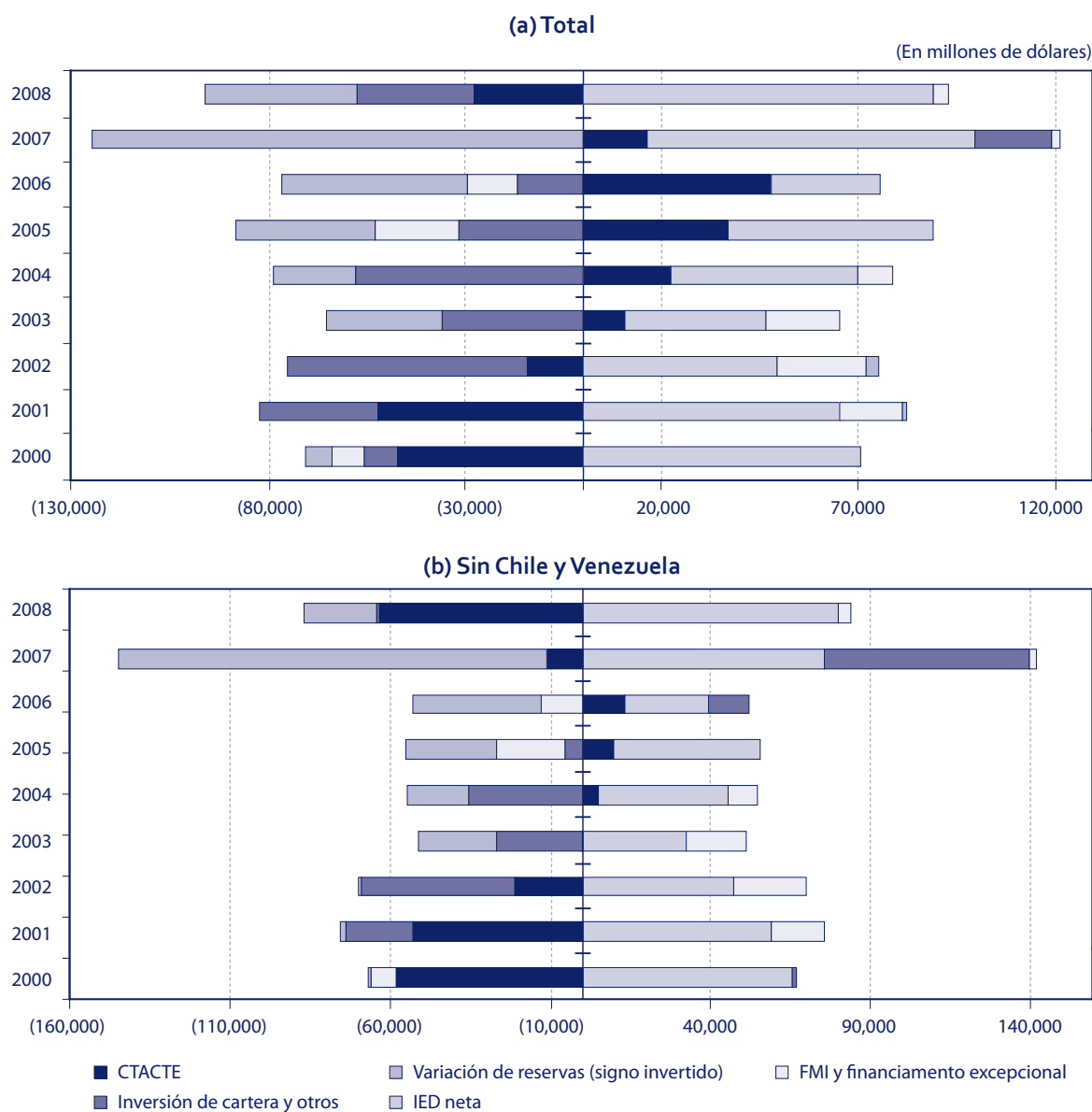


Gráfico 12: Fuentes y usos del balance de pagos de América Latina

La entradas por IED crecieron a un ritmo de 14,6% anual en los últimos seis años, hasta alcanzar su máximo histórico en 2008 (123,308 millones de dólares). En cambio, como se observa en el gráfico 12a, la región en su conjunto registró una salida neta de capitales financieros (de cartera y de otra inversión) a lo largo de los últimos años, con la excepción del año 2007, eso por la fuerte entrada de capitales financieros en Brasil. Esta salida neta de capitales resulta menor e, incluso, revierte su signo en 2006 al no considerar en el agregado regional a Venezuela y Chile (gráfico 12b). En el primer caso, se registró una significativa salida neta de capitales, tanto del sector privado como público, asociado a los excedentes provenientes de las exportaciones petroleras. Sin embargo, en Chile, la salida neta de capitales se explica por la constitución, por parte del gobierno, de un fondo de estabilización en el exterior asociado al precio del cobre.

De todas formas, la salida neta de capitales total en América Latina fue muy inferior al superávit registrado en la balanza básica durante el periodo 2003-2008. Esta diferencia, resultó en una fuerte acumulación de reservas internacionales, en un contexto donde algunos Bancos Centrales intervinieron en los mercados de cambio por la preocupación respecto al nivel del tipo de cambio real. Como veremos más adelante, con la intervención en los mercados de cambio, el stock de reservas internacionales se incrementó fuertemente en los últimos seis años, siendo un reaseguro frente a la posterior crisis internacional (sección 2).

La situación que caracterizó las cuentas externas favoreció en los últimos años una notoria reducción de la carga de la deuda externa, tanto en relación al PIB como a las exportaciones.⁵ Aunque, en algunos países, la deuda externa sigue siendo elevada, el coeficiente, deuda externa sobre exportaciones de bienes y servicios, disminuyó a menos de la mitad del nivel registrado hace diez años si se calcula sobre la base de la deuda total y, a alrededor de la tercera parte, si se la calcula como deuda neta, reservas internacionales. El aumento de la liquidez y el mejor perfil de la deuda redujo la vulnerabilidad en la región, situación que se manifiesta con la fuerte caída de la relación entre la deuda externa de corto plazo y las reservas internacionales, que pasó de 49,3% en 2002 a menos de 25,4% en 2008 (gráfico 13). Además de los menores coeficientes de endeudamiento externo, la vulnerabilidad ante los shocks externos disminuyó gracias al descenso del grado de dolarización de varias de las economías de la región, en especial de América del Sur (entre otras, las de Bolivia y Perú).

5 En ambos casos cabe mencionar el incremento registrado en las variables del denominador de dichos coeficientes.

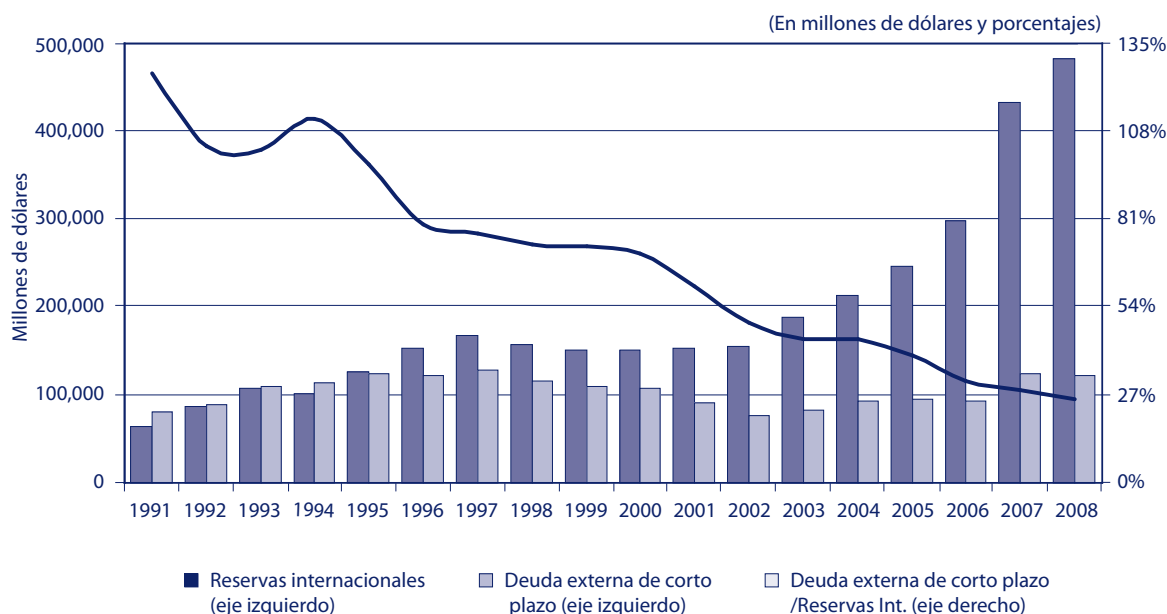


Gráfico 13: Deuda externa de corto plazo y reservas internacionales

La mejora que experimentó la situación macroeconómica de América Latina durante el período 2003-2008 queda de manifiesto en los mercados financieros internacionales, no sólo en la evolución de los indicadores de riesgo soberano, sino también en la calificación más favorable de la deuda en varios países de la región. Sin embargo, como veremos más adelante, la crisis internacional originada en el mercado hipotecario de los Estados Unidos y que se propagó rápidamente a todos los países desarrollados, interrumpió la tendencia marcadamente decreciente del riesgo soberano de los países de la región. El aumento de la volatilidad de los mercados financieros internacionales coincide con el empeoramiento del mercado de hipotecas subprime de los Estados Unidos a mediados de 2007. El Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI+) de América Latina había alcanzado su mínimo histórico de 168 puntos base al final de mayo de 2007 (tan sólo un 17% de la que se registraba a fines de 2002), momento a partir del cual inicia su escalada. Como muestra el gráfico 14, en ese ascenso aumentó el EMBI+ relativo de Latinoamérica (con respecto al de los mercados emergentes en general).⁶

⁶ Este incremento del riesgo relativo de la región, sin embargo, se explica por la evolución que tuvo el precio de los bonos de Argentina y Venezuela, incluso antes de que se desatara la crisis internacional.

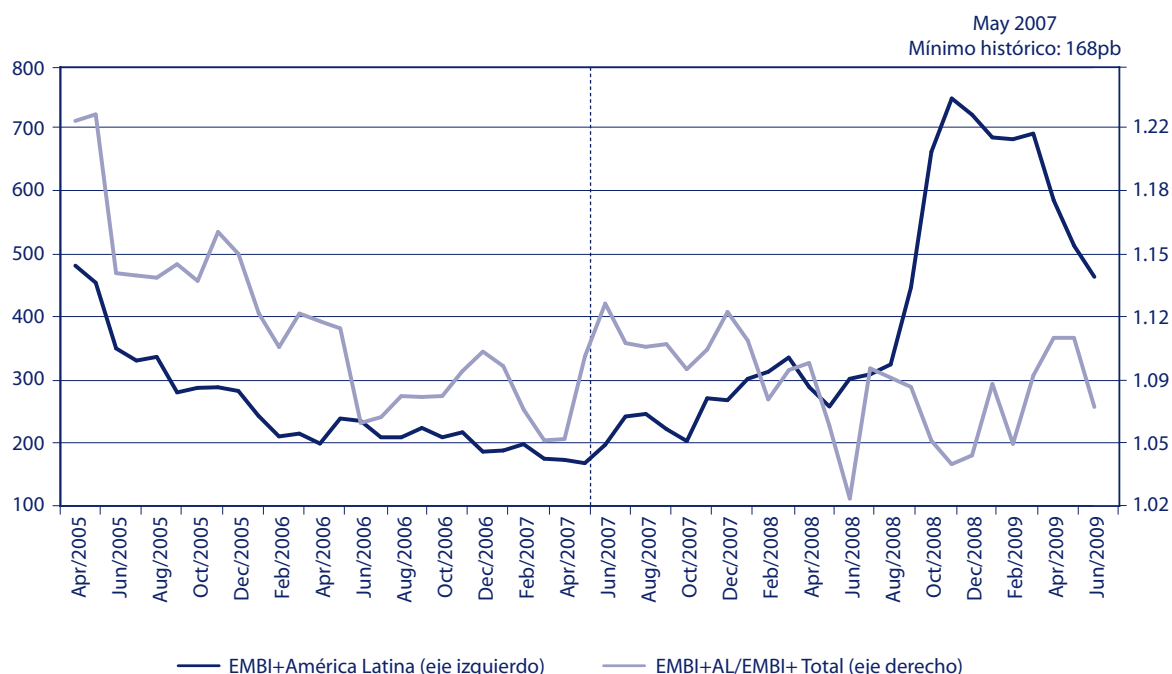


Gráfico 14: EMBI+ de América Latina y su relación con el EMBI+total

1.4

LA CONTRIBUCIÓN DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA

a. La política fiscal

En los últimos años, las cuentas fiscales del gobierno central de los países de América Latina mostraron una importante mejora tanto en lo que se refiere a la reducción del déficit global como al superávit primario generado a partir de 2004, ambos calculados como promedio simple (gráfico 15). Este superávit primario promedio es reflejo de un buen desempeño generalizado en lo que respecta a las cuentas fiscales de los países de la región. De los 19 países analizados en 2008, hay 14 que registran un superávit primario (sólo Guatemala, Haití y Honduras mantienen déficit primario), lo que contrasta significativamente con lo observado en el año 2002, cuando sólo siete países presentaban un superávit.

Por su parte, la positiva evolución de las cuentas fiscales en un contexto de rápido crecimiento económico permitió la reducción de la relación deuda pública sobre PIB, que a nivel regional pasó de un promedio de 58,4% en 2002 a 28% en 2008. Además, los países de la región han aprovechado las favorables condiciones macroeconómicas de los últimos años para aplicar activas políticas de gestión de pasivos que contribuyeron a reducir su vulnerabilidad financiera.

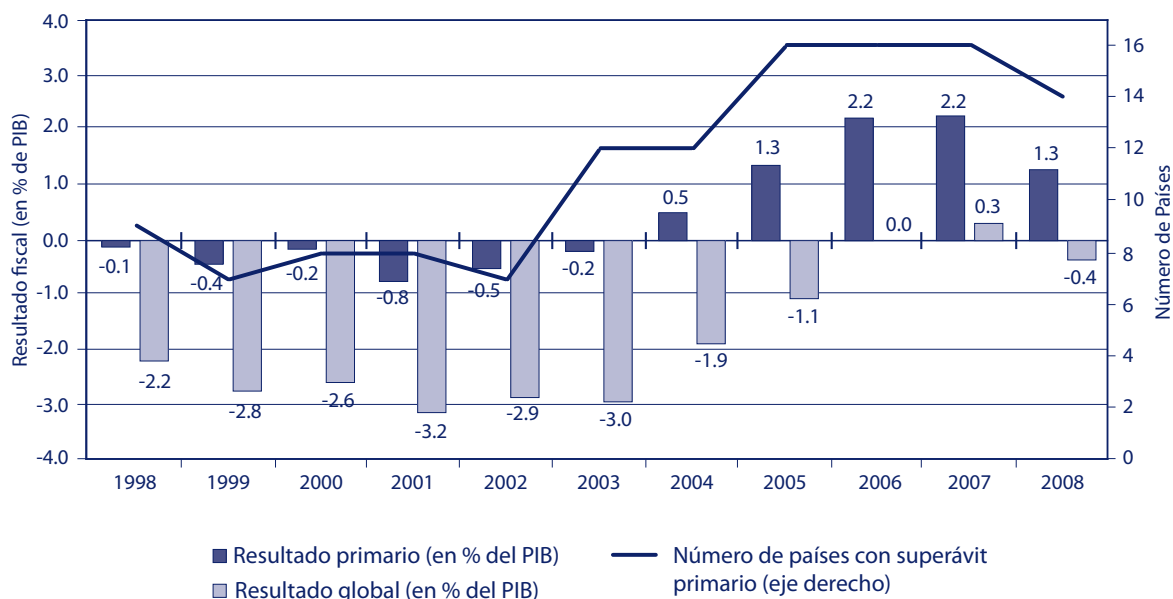


Gráfico 15: Resultado primario y global del gobierno central y número de países con superávit primario

El buen desempeño de las cuentas públicas en los últimos seis años, contrasta con lo ocurrido en otros episodios recientes de crecimiento, gráfico 16a. Durante el período 2002-2008, el superávit primario creció 1,8 puntos del PIB como resultado de un importante incremento en los ingresos totales equivalentes a 3,1 puntos del producto, mientras que el gasto se expandió 1,3 puntos porcentuales. Por el contrario, en los dos periodos de crecimiento de los años 1990 (1991-1994 y 1995-1998), los ingresos fiscales no crecieron con tanta fuerza y fueron, en ambos casos, superados por la suba del gasto primario en términos del PIB, resultando en un deterioro del superávit primario promedio de la región. Sin embargo, es interesante observar la evolución de los principales indicadores fiscales al interior del periodo de expansión 2003-2008. Mientras que la mejora del superávit primario en los años 2003 y 2004 respondía a un aumento de los ingresos fiscales y al hecho de que los gastos crecían menos que el producto de la región, en los años 2005 y 2006, el alza del superávit primario responde al notable incremento de los recursos, que compensa con creces el incremento del gasto público en términos del PIB (ver gráfico 16b). A partir del 2007, el gasto primario se acelera al tiempo que disminuye el ritmo de aumento de los ingresos totales en relación al producto. Esa situación generó un deterioro de las cuentas públicas en 2007 que se profundizó en 2008.

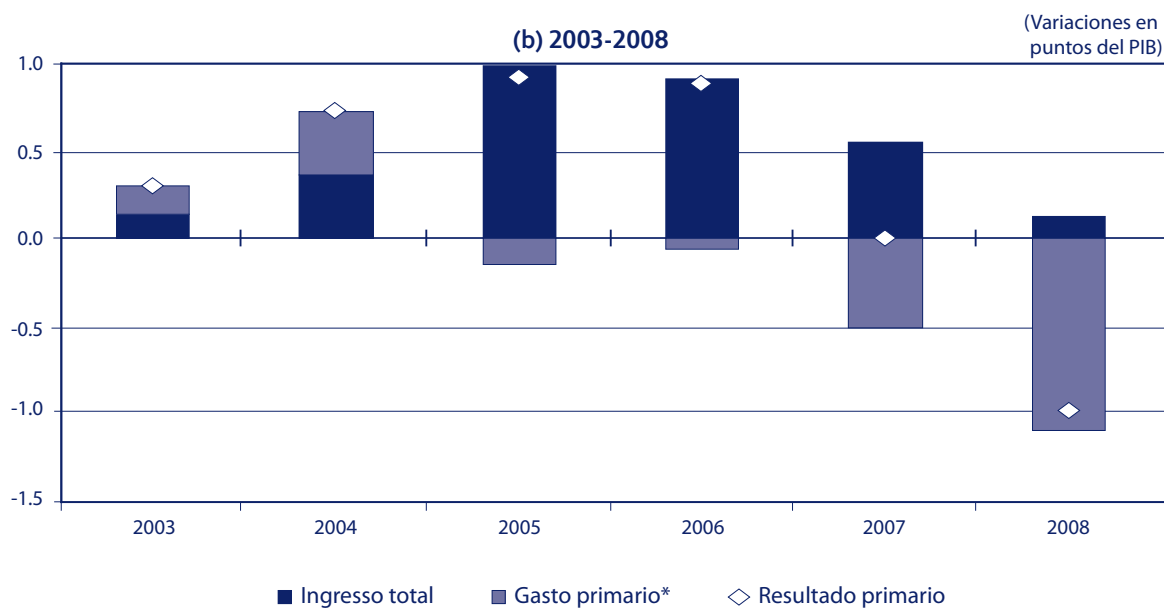
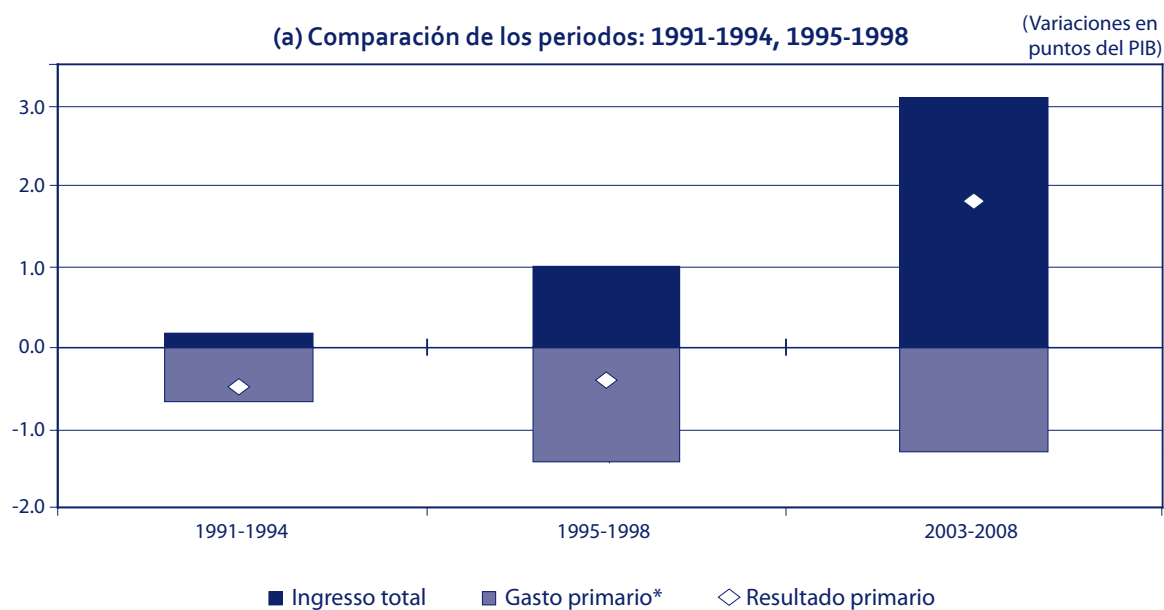


Gráfico 16: Indicadores fiscales: evolución del resultad primario y contribución de los ingresos y los gastos

Como se desprende del análisis anterior, el creciente aumento de los ingresos fiscales junto con una política de gasto más controlada durante el período 2003-2006, explican gran parte de la mejora del superávit

primario en términos del PIB durante el periodo de crecimiento. Los países en los que más se acrecentaron los ingresos fiscales son los que registran un mayor aumento de los precios de sus productos de exportación. Como se observa en el gráfico 17, debido a la alta especialización de la región y la elevada proporción de exportaciones correspondiente a productos básicos, los ingresos fiscales son muy sensibles a la evolución de los precios de las exportaciones.⁷

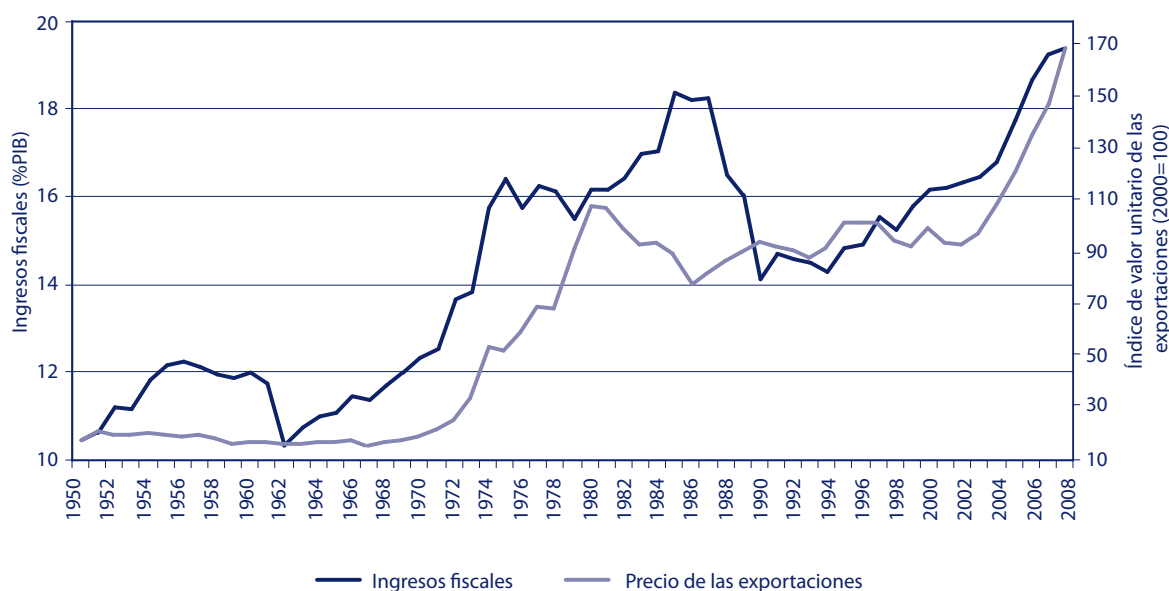


Gráfico 17: América Latina: ingresos fiscales y precio de las exportaciones

En los ingresos fiscales, los ingresos tributarios que, sumados a las contribuciones sociales, representan en promedio más del 80% de los ingresos fiscales (con diferencias entre países), crecieron de manera sostenida en términos del PIB hasta 2007 alcanzando los niveles más altos de la serie histórica. El rubro que más aumentó es el de impuestos generales sobre bienes y servicios, por lo que la estructura tributaria se ha concentrado en mayor medida en este tipo de impuestos, acentuando el sesgo regresivo que caracteriza a la estructura tributaria de los países de América Latina.

Los efectos de la bonanza que atravesó la región respecto a sus indicadores fiscales, dependen del origen de los recursos extraordinarios que recibieron los países. En Centroamérica, el aumento del ingreso nacional obedece fundamentalmente a las remesas de los trabajadores emigrados que son percibidas por el sector privado. En cambio, en casi todos los países de Sudamérica y en México, la mayor parte de la mejora obedece al efecto de los términos del intercambio, aunque este último país es el mayor receptor de remesas en valor absoluto. En los países cuyas exportaciones son realizadas en gran medida por empresas estatales, una

⁷ Para un análisis del impacto de la evolución de los precios de las exportaciones sobre la recaudación tributaria, ver Jiménez y Tromben (2006).

alta proporción de los recursos que se generaron por la mejora de los términos del intercambio fue percibida por el sector público. Tal es el caso, en general, de las exportaciones de petróleo y de algunos metales, entre otros el cobre. Cuando las exportaciones no son realizadas por empresas públicas, los recursos se canalizan a las empresas privadas y el Estado sólo percibe parte de ellos a través de impuestos.

Respecto al impacto fiscal del aumento de las remesas y de los precios de exportación pueden distinguirse, de manera estilizada, tres situaciones con distinto impacto en las cuentas públicas. Las remesas y los mejores precios de exportación, cuando la producción es privada, tienen efectos positivos sobre las cuentas públicas a través del aumento de los ingresos impositivos, de forma directa en el caso del aumento de los precios de las exportaciones (por la vía de impuestos sobre beneficios o sobre las exportaciones) y de manera indirecta, a través del impacto del aumento de las remesas y de los precios de exportación sobre la demanda interna. Una diferencia importante es que las remesas tienden a aumentar el consumo, mientras que las empresas privadas pueden invertir parte de los beneficios o aumentar las utilidades enviadas al exterior, impacto que fue analizado en los apartados anteriores.

Cuando se trata de empresas estatales productoras y exportadoras, el impacto sobre los ingresos fiscales es mayor, mientras que el impacto sobre la demanda dependerá de las elecciones de política pública, sobre ahorrar el excedente o aumentar el gasto. Esta alternativa le otorga a la política fiscal una mayor capacidad estabilizadora y la posibilidad de canalizar los recursos a un mayor gasto en inversión, ya sea en infraestructura o en capital humano.

Por una parte, y como se mencionó anteriormente, la evolución de los indicadores fiscales en los últimos dos años muestra una marcada aceleración del gasto primario con relación al PIB. Mientras que en 2007 el gasto en capital tiene una mayor participación en el aumento de las erogaciones, en 2008 los gastos primarios corrientes crecen con mayor fuerza que el gasto en capital. Este incremento del gasto primario puede ser analizado como la consecuencia de la considerable caída del gasto público durante los programas de estabilización de comienzos de la década, además del incremento del gasto social, que sigue una tendencia creciente ya evidenciada en parte de la década de los 1990.⁸ Desde esa óptica, el aumento del gasto social puede considerarse apropiado y aún necesario, dado los altos niveles de pobreza e inequidad. Por otra parte, a diferencia del pasado, el aumento del gasto durante los últimos años se dio en un contexto de consolidación fiscal que, con distinto grado de acuerdo al país, fue generalizado en la región. Esta consolidación, como fue señalado, se explica en gran medida por el fuerte aumento de los ingresos fiscales y se refleja en la baja del déficit fiscal global y en la generación de un superávit primario creciente, por lo menos hasta 2007.

⁸ El gasto social, después de la fuerte caída de los 1980, se incrementó 40% en términos reales entre 1991-1992 y 2002-2003.

b. La política monetaria y cambiaria

En líneas generales, un elemento que caracterizó la mayor parte del periodo de crecimiento de América Latina fue el incremento en las expectativas inflacionarias derivadas de la sostenida expansión del nivel de actividad y el incremento de los precios de los productos básicos, en especial los energéticos y algunos alimentos. Luego de una desaceleración en los niveles promedio de la región durante el periodo 2003-2006, la inflación se acelera a partir del 2007 hasta alcanzar los dos dígitos en 2008 (ver gráfico 18).

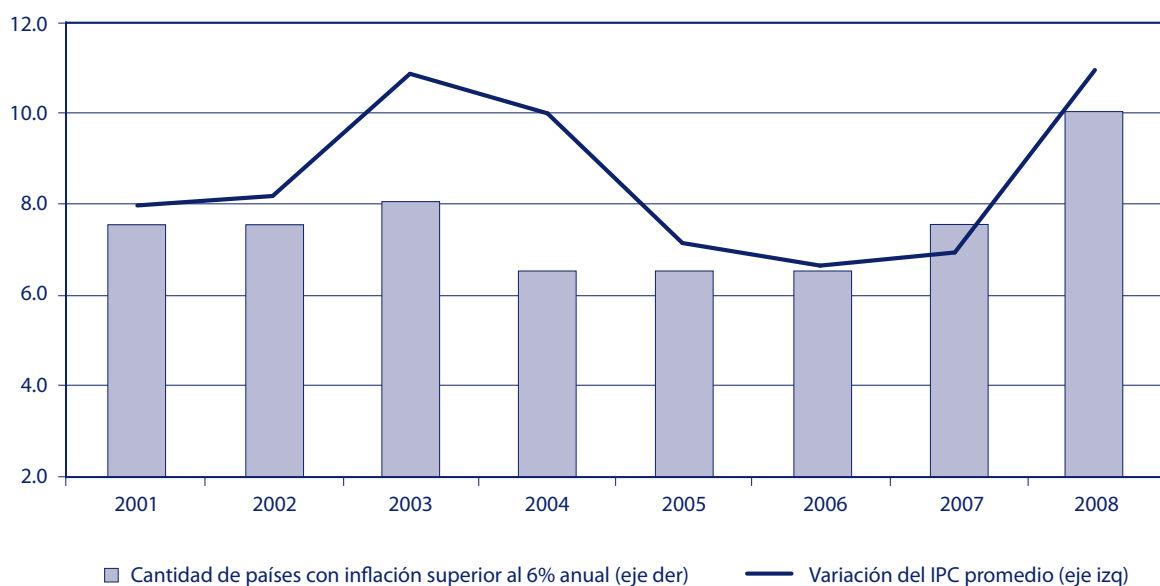


Gráfico 18: América Latina y el Caribe: inflación promedio simple y número de países con tasas superiores al 6% anual

En efecto, entre 2004 y 2006 nueve países, sobre un total de 19, presentaban tasas de inflación superiores al 6% anual, mientras que en 2008 16 países superaban este benchmark. Esta suba en los precios no es un fenómeno exclusivo de América Latina, se dio en un contexto de aumento en la inflación a nivel mundial motorizada por las mismas causas que en la región: el mayor nivel de actividad y el aumento en el precio de los productos básicos. Una muestra de este fenómeno es el reciente aumento del número de economías emergentes que registraron tasas de inflación superiores al 6% anual, de un promedio de 42 países en el periodo 2004-2006 a más de 70 países en 2008.

Por su parte, luego de una etapa inicial de fuerte depreciación en el tipo de cambio real efectivo de los países de la región, en los últimos años comenzó a observarse una creciente apreciación del tipo de cambio real, en particular en los países de América del Sur. Esa situación, motivó a que muchos bancos centrales de la región

aumentaran el ritmo de intervención en los mercados de divisas acumulando importantes cantidades de reservas internacionales (gráfico 19).

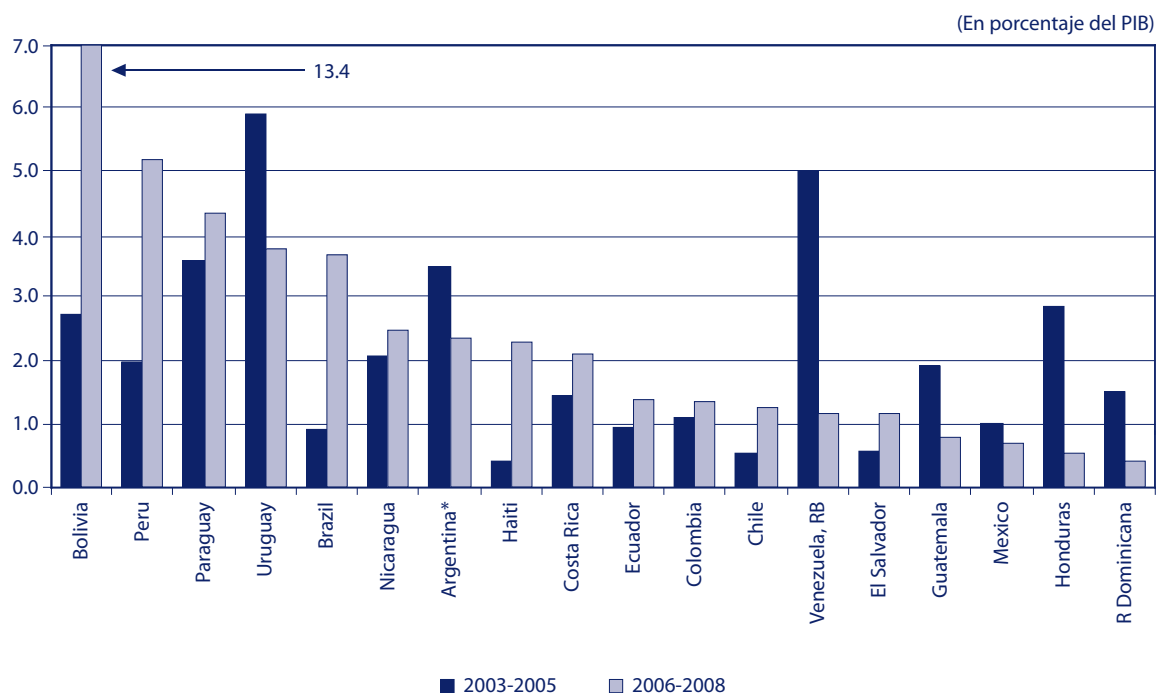


Gráfico 19: Variación de reservas internacionales promedio en los periodos 2003-2005 y 2006-2008

Sin perjuicio de llevar adelante políticas basadas en metas de inflación, en Brasil, Colombia y Perú, las autoridades monetarias mostraron preocupación por el nivel del tipo de cambio real, lo que las llevó a intervenir en los mercados de divisas. Asimismo en Chile, el Banco Central decidió intervenir en el mercado en abril de 2008, con el objetivo de fortalecer la posición de liquidez de la economía chilena frente a la expectativa de un deterioro del contexto externo. Esta medida se consideró consistente con la evaluación de que el tipo de cambio real de largo plazo en Chile se ubicaba por debajo de su nivel de largo plazo. Por su parte, también se observaron amplias intervenciones en los mercados de divisas en Argentina, Bolivia, Costa Rica y Paraguay. Si al aumento de reservas de los últimos años se le suma el incremento registrado durante la etapa inicial 2003-2005, la acumulación total en seis años de activos de reserva supera los 327,500 millones de dólares en toda la región, cifra equivalente a un 11,3% del PIB promedio.

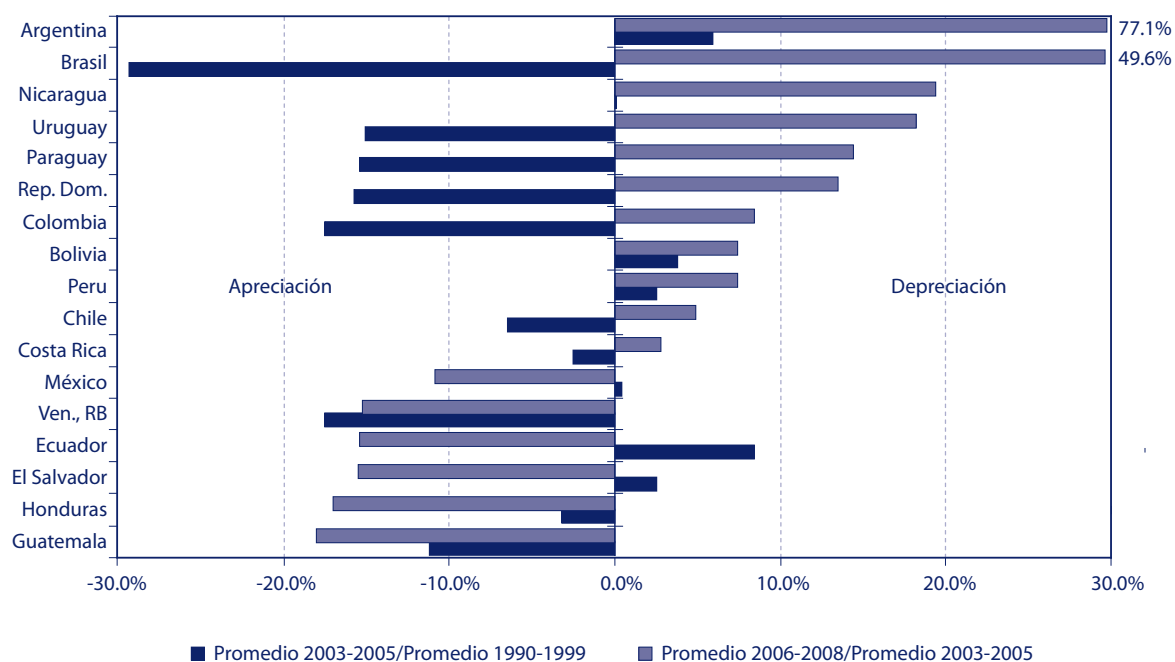


Gráfico 20: Tipo de cambio real efectivo

A pesar del esfuerzo de los bancos centrales y en un contexto en donde el dólar se depreciaba con relación al resto de las monedas, el tipo de cambio real efectivo en la mayor parte de los países de la región se apreció con relación a sus niveles promedio 2003-2005 (gráfico 20). La mejora observada en los términos de intercambio, el incremento de la demanda de algunos de los productos que la región exporta y el aumento de los recursos provenientes de las remesas de los trabajadores emigrados constituyen un conjunto de factores que explican esta presión a la baja sobre los tipos de cambio reales de la región. En menor medida, a diferencia de los años 1990, cabría agregar el efecto de la mayor liquidez externa. En suma, el exceso de oferta en el mercado cambiario presionó a la baja a los tipos de cambio reales de la región en los últimos años, con una intensidad que varía de un país a otro, pero que no ha dependido de la magnitud del esfuerzo de las autoridades monetarias por intervenir en los mercados cambiarios para sostener la paridad.

La contrapartida de la intervención en los mercados de cambio ha sido el creciente esfuerzo por esterilizar la emisión monetaria en un contexto que se caracterizó por expectativas crecientes de inflación. Los países de la región realizaron políticas de absorción, mediante operaciones en el mercado abierto, incurriendo en costos de variado tipo y con diferentes resultados. Por citar sólo algunos ejemplos, en Brasil el Banco Central intervino comprando divisas para sostener la cotización, pagando un alto costo en términos de tasa de interés de los instrumentos de absorción con el objetivo de no poner en riesgo el programa monetario pero, como hemos visto, estos esfuerzos no impidieron la apreciación del real. Algo similar ocurrió en Colombia. Por el contrario, en Argentina el Banco Central también compró divisas, con

un mejor resultado en términos de estabilidad cambiaria, pero con un alto costo en términos de capacidad de manejo de la política monetaria.

En los dos países citados en primer término, los bancos centrales mantenían al mismo tiempo elevadas tasas de interés, que incentivaban el ingreso de capitales, mientras que en Argentina se estaba verificando un fuerte aumento de la demanda interna, en cierta forma impulsado por un crecimiento del gasto público. El elemento común a los tres casos es que los costos asociados a la estrategia de intervención en el mercado de cambios (y el resultado de la misma) estuvieron fuertemente condicionados por un contexto general de política económica que incluía características contradictorias con la decisión de sostener el tipo de cambio real.

1.5 MERCADO DE TRABAJO E INDICADORES SOCIALES

El crecimiento económico dio lugar a un aumento de la demanda laboral con una significativa generación de empleo formal. De esta manera, a partir de 2003, la tasa de ocupación empezó a recuperarse, acumulando hasta 2008 un incremento de 3 puntos porcentuales, lo que corresponde a un crecimiento del número de ocupados de 3,3% promedio anual en el periodo 2003-2008, aunque con una marcada desaceleración en el último año (gráfico 21). Al mismo tiempo la tasa de desempleo de la región, en su conjunto, disminuyó de un máximo de 11% en 2002 y 2003 a un 7,4% en 2008. De esta manera, la tasa de desempleo regresó a los niveles de inicios de los años 1990, mientras que los salarios reales del sector formal, a causa de los, todavía, altos niveles de desempleo, registraron aumentos moderados y por debajo del crecimiento de la productividad laboral.

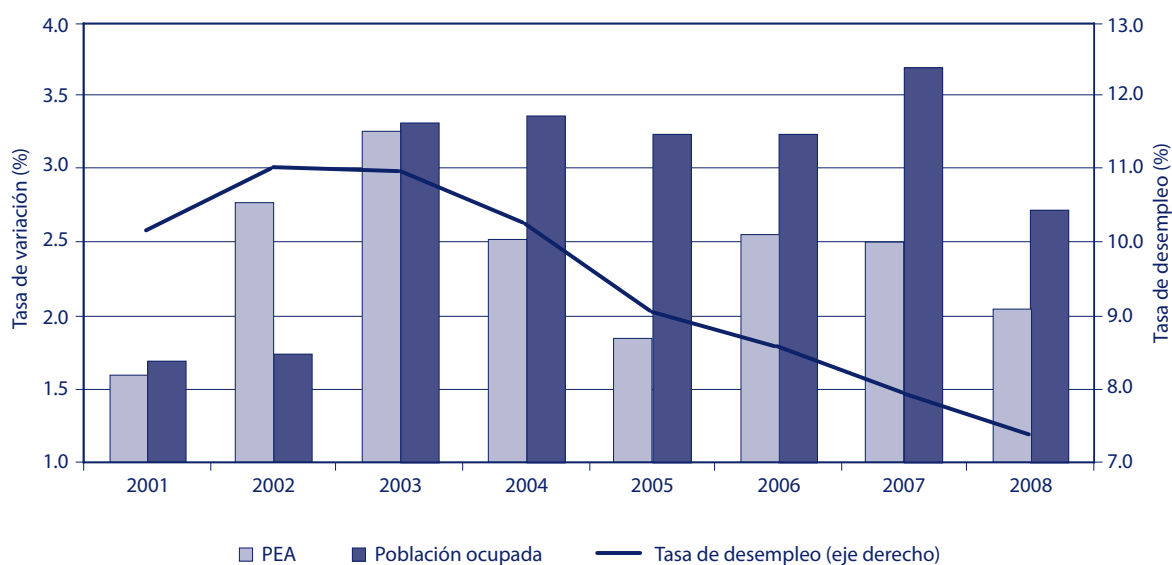


Gráfico 21: América Latina y el Caribe: evolución de la PEA, la ocupación y la tasa de desempleo

Desde comienzos de la presente década, la población económicamente activa a nivel urbano se expandió a un ritmo de 2,4% anual. Durante los primeros años, el número de ocupados crecía por debajo del 2%, lo que originó un fuerte aumento del desempleo en 2002. Por el contrario, como señalamos anteriormente, el crecimiento del empleo se aceleró con el crecimiento económico, lo que motivó la caída de la tasa de desempleo. La oferta laboral ha venido creciendo en las últimas décadas a partir del marcado incremento de la tasa de participación de las mujeres, tanto en las zonas urbanas como en las rurales, en las que ha sido tradicionalmente baja.⁹

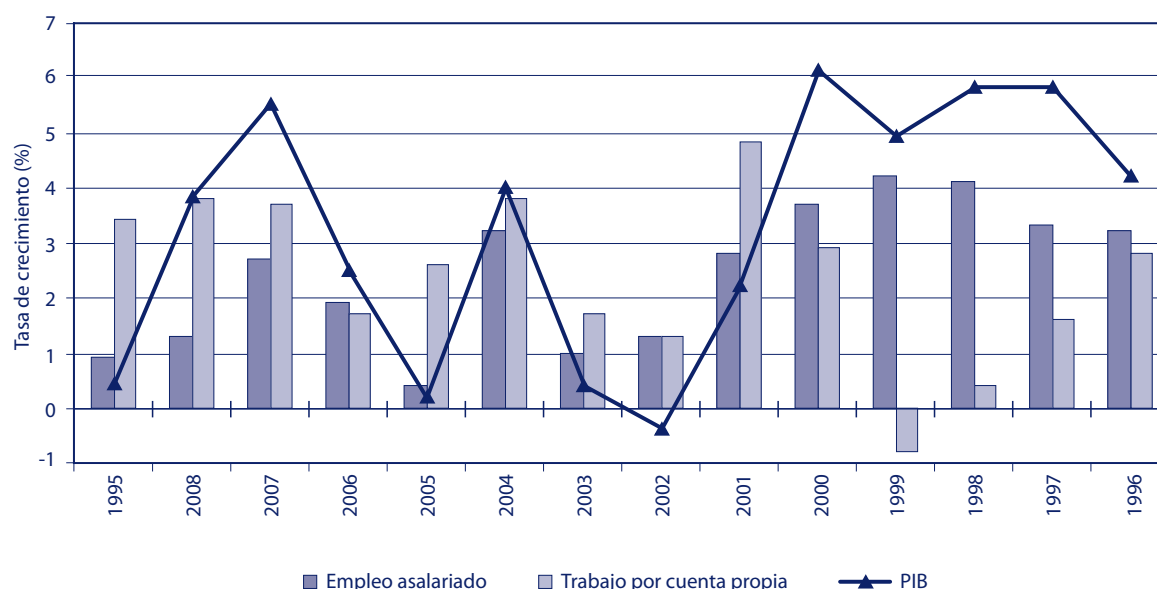


Gráfico 22: Crecimiento económico y generación de empleo, 1995-2008

A partir del 2003, se aceleró la generación de empleo, acompañando el crecimiento de la economía y, en particular durante el periodo 2005-2007, se frenó la expansión del trabajo por cuenta propia, en un contexto de tasas de crecimiento económico y de generación de empleo asalariado, inéditas para la región en su conjunto, al menos tomando en cuenta los últimos 25 años.¹⁰ Cabe señalar que si en 2008 se registró una aceleración del empleo por cuenta propia, su ritmo de crecimiento fue todavía menor que el empleo asalariado, hecho que caracterizó cinco de los seis años de expansión económica.

9 A nivel regional, se ha observado, en general, un comportamiento procíclico de la tasa de participación. Al comparar el componente cíclico de la tasa de participación y del producto en distintos países de la región, se observa un comportamiento procíclico de la tasa de participación en Argentina, Brasil y Uruguay, acíclico en Chile, Costa Rica, México y Perú, mientras que en Colombia y Venezuela el comportamiento es anticíclico. Estos resultados se obtienen a partir de regresiones realizadas por el método de mínimos cuadrados ordinarios sobre los logaritmos de la tasa de participación y del PIB, ambos filtrados por Hodrick-Prescott, para obtener el componente cíclico de ambas series, en el periodo de 1985 a 2006 (MACHINEA et al., 2008)

10 Esto pone de manifiesto que una gran parte del aumento de la informalidad observado en los años 1990 no se debe a una preferencia por este tipo de empleo, sino a una opción obligada frente a la débil demanda laboral de las empresas del sector formal.

El crecimiento económico y la mejora en los indicadores laborales que acompañaron el periodo de expansión 2003-2008, tuvieron un impacto positivo en la reducción de la pobreza. Hacia principios de la presente década, un 44% de la población de América Latina era considerada pobre, es decir no contaba con el ingreso necesario para satisfacer sus necesidades esenciales, en ese grupo un 19,4% de la población era indigente, es decir no satisfacían ni siquiera sus necesidades de alimentación. Con la mejora sostenida del nivel de actividad y del mercado laboral de los últimos seis años, las tasas de pobreza e indigencia de principios de la década se redujeron en 10,4 y 6,4 puntos porcentuales respectivamente (gráfico 23).¹¹ En el año 2006, por primera vez los niveles de pobreza e indigencia en relación a la población eran menores que los registrados a principios de la década del 1980, sin embargo en término de número de personas se encuentra por encima, dado el crecimiento de la población.

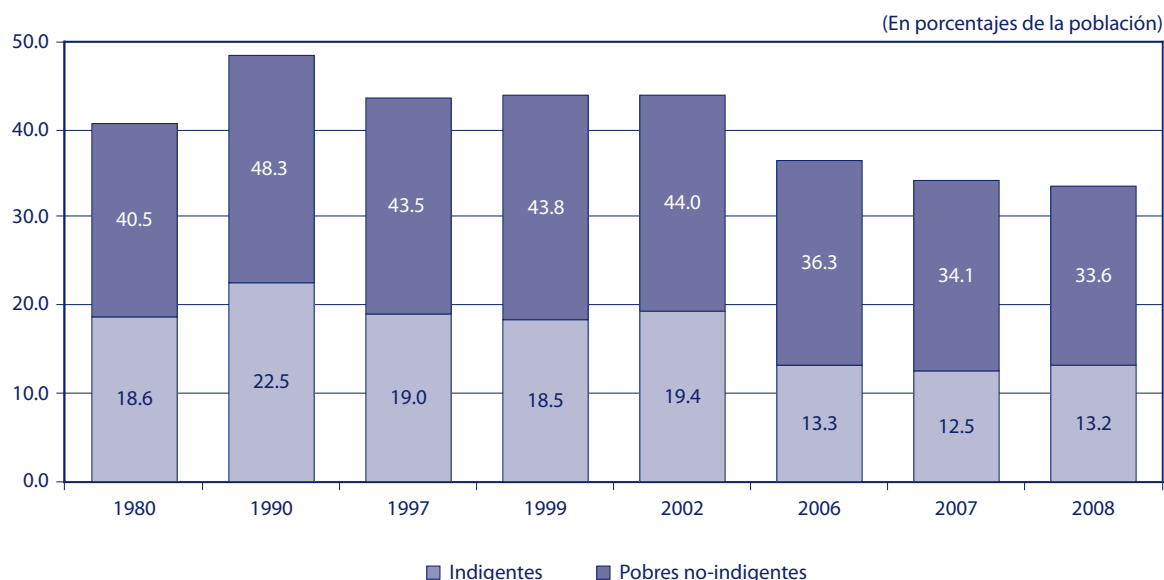


Gráfico 23: América Latina: pobreza e indigencia

Durante el periodo de crecimiento 2003-2008, no sólo se redujo la pobreza e indigencia en los países de América Latina, sino que además se observó una mejora en la distribución del ingreso de la región. Como se observa en el gráfico 24, los indicadores de desigualdad de 2007 ya mostraban una mejor distribución del ingreso en gran parte de los países de la región con relación al año 2002, mejora que sería aún mayor si se consideran las estimaciones para el 2008. Cabe destacar que los niveles de desigualdad registrados en los últimos dos años, son los menores desde comienzos de la década del 1990.

11 En el año 2008, se observó un ligero aumento de la indigencia, a pesar de que la pobreza continuó cayendo. Esta divergencia se debe al significativo aumento del precio de los alimentos registrado en la primera mitad del 2008.

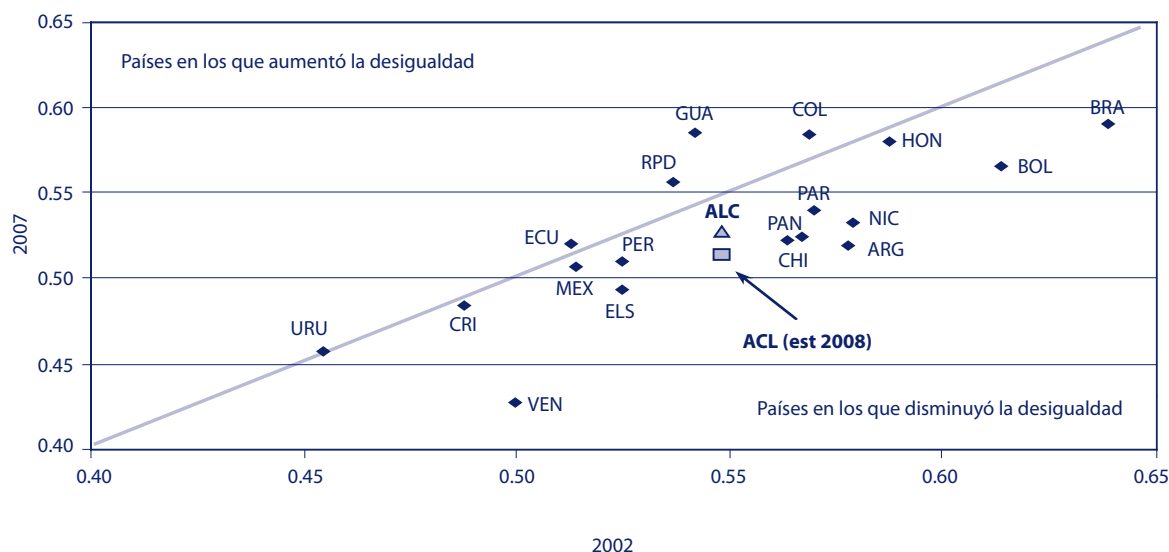


Gráfico 24: Evolucion de la distribucion del ingreso medido por el Gini: 2007 versus 2002

En un reciente estudio de la Comisión Económica para La América Latina (Cepal),¹² se muestra que una de las principales causas que explican la baja en las tasas de pobreza e indigencia entre los años 2002 y 2007 es el denominado efecto crecimiento o incremento de los ingresos medio de los hogares. Sin embargo, en varias economías de la región la mejora en la distribución del ingreso, o efecto distribución, representa el principal factor en la reducción de la pobreza e indigencia.¹³ Es importante señalar que, en nueve países de la región, ambos efectos contribuyeron simultáneamente a la baja de la pobreza, aunque con diferente intensidad (gráfico 25). Resulta interesante destacar que el aumento de los ingresos medios en los hogares de menores recursos, se explica en su mayor parte por la mejora de sus ingresos provenientes del trabajo al compararlos con otras fuentes no laborales (transferencias públicas y privadas, ingresos de capital y otros ingresos). De los siete países donde la pobreza se redujo con más fuerza (Argentina, Brasil, Chile, Ecuador, México, Panamá y Venezuela), el incremento del ingreso laboral explica en promedio el 77% de la suba del ingreso total de los hogares pobres y 69% del ingreso de los hogares indigentes. Este fenómeno tuvo lugar en el contexto, ya analizado, de mejora general de los indicadores laborales de la región, tanto en términos cuantitativos como cualitativos.

¹² Véase Cepal (2008).

¹³ Este análisis se basa en la descomposición Datt-Ravallion (1992) de las variaciones en las tasas de pobreza e indigencia promediando a su vez los efectos calculados con los distintos años base (sugerencia de Kakwani (1997) para evitar el residuo y la dependencia del un año base. Para un mayor detalle de la metodología ver Cepal (2008,) no está en referencia y por eso lo quité.

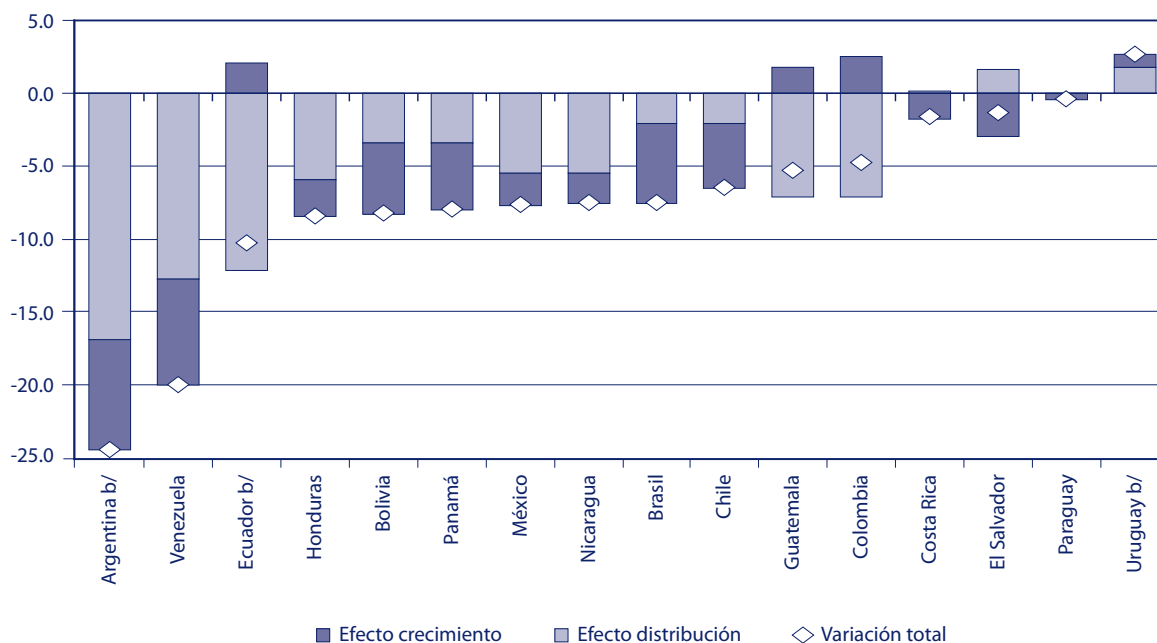


Gráfico 25: Efectos “crecimiento” y “distribución” de los cambios en la tasa de pobreza, 2002-2007

2

EL IMPACTO DE LA CRISIS SOBRE LA MACROECONOMÍA LATINOAMERICANA¹⁴

La crisis económica global marcó la interrupción de la fase más larga e intensa de crecimiento económico regional desde la década de los 1970. Como se mencionara en la sección anterior, este crecimiento se dio en el marco de una generalizada expansión económica internacional, cuyo auge abarcó desde 2003 hasta mediados de 2007, cuando comenzaron a generalizarse de manera gradual los problemas que se iniciaron en el segmento de hipotecas de alto riesgo de los Estados Unidos. El impacto se reflejó en los sistemas financieros de todo el mundo y afectó significativamente a los mercados de bienes y de trabajo, de manera especialmente marcada desde septiembre de 2008. Se fue conformando así una perturbación económica mundial de gravedad inusual que, habida cuenta de las similitudes con la gran depresión de los años 1930 del siglo pasado, motivó comparaciones con ese episodio.

En efecto, hay más de un elemento de coincidencia: ambas comenzaron en el sistema financiero norteamericano y desde allí se propagaron a otras latitudes y a otros sectores y ambas fueron el resultado de la explosión de una burbuja de precios de activos, dando lugar a un problema de solvencia del sistema financiero. En esta ocasión, sin embargo, tanto el tamaño del sistema financiero como las interconexiones a nivel internacional es mucho mayor y el grado de opacidad del sistema financiero alcanzó niveles inéditos.

Por el contrario, de esta vez la respuesta desde la política económica fue más rápida y más certera. La crisis de los años 1930 dejó como enseñanza que es necesario limitar su impacto tan rápido como sea posible e implementar políticas monetarias y fiscales expansivas a fin de evitar el riesgo de una depresión económica. Esto es, aun con enormes diferencias determinadas por las capacidades distintas y por las particularidades de cada caso, lo que los países estuvieron haciendo de manera generalizada desde el 2008. Otra importante diferencia con lo que ocurrió en los años 1930 es que actualmente existen varias instancias de coordinación internacional, tanto a nivel regional como multilateral, muchas de ellas creadas después de la gran crisis y de la segunda guerra mundial y otras de creación más reciente, como el Grupo de los Veinte (G20). Incluso con sus limitaciones, estas instituciones tienen alguna capacidad para potenciar las políticas que los países implementan de manera aislada y para evitar, o al menos limitar, las prácticas predatorias

que a través de la política comercial o de la política cambiaria pueden dañar al comercio internacional, que ya fue bastante castigado por la crisis.

Por las razones señaladas en el párrafo anterior, este episodio podría limitarse a una contracción económica, abrupta y severa, pero que, para la economía global en su conjunto, no alcanzaría una intensidad como la de la gran depresión, en términos de niveles de desempleo, incumplimientos contractuales y subutilización de los recursos productivos.¹⁵

La crisis financiera se trasladó rápidamente a las variables reales y se internacionalizó debido, principalmente, a cuatro factores:¹⁶

- I. La contracción del crédito derivada de la fragilidad del sistema financiero llevó los bancos a requerir más liquidez, dada la incertidumbre con respecto a la renovación de sus pasivos y la necesidad de recomponer su capital, por un lado, y las dudas acerca de la solvencia de eventuales tomadores de préstamos, por otro.
- II. La destrucción de riqueza, financiera y no financiera, derivada de la pérdida de valor de las propiedades inmobiliarias y de las acciones y otros activos.
- III. El deterioro de las expectativas sobre la evolución de la actividad económica que afectó a las decisiones de consumo de las familias y de inversión de las empresas.
- IV. La disminución del comercio mundial que acumuló un 21% en volumen y un 38% en valor entre julio de 2008 y enero de 2009, aunque la caída comenzó a desacelerarse en el primer semestre del 2009.

2.1

LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA CRISIS

Una característica que distingue esta crisis respecto de otras anteriores tiene que ver con los canales de transmisión a través de los cuales afectó a las economías de América Latina. A diferencia de episodios similares, es a través del canal real por donde se han producido los impactos más fuertes. Como se analiza más adelante, fueron el volumen y los precios de las exportaciones, la remesas y otros elementos directamente vinculados con la actividad económica los que, junto con el deterioro de las expectativas de consumidores y productores, explican el brusco detenimiento del crecimiento observado en el cuarto trimestre del 2008.

15 Krugman (2009), compara la evolución mensual desestacionalizada del PIB industrial de los Estados Unidos en la crisis del 1930 y en la actual y muestra que el episodio actual es de menor magnitud. Por el contrario, Eichengreen y O'Rourke (2009) sostienen que cuando se consideran otras economías cuya caída es aún más profunda que la estadounidense, el paralelismo entre los primeros tiempos de la depresión de los años 1930 y la coyuntura actual es más claro. En efecto, se observa que la evolución del PIB industrial es muy similar en los primeros meses de ambas crisis. Sin embargo, si, como parece, estuviéramos acercándonos al final de la contracción, la disminución acumulada sería mucho menor que la de los años 1930.

16 Sobre el análisis de la crisis internacional con una mirada latinoamericana véase, Machinea (2009) y Lopes (2008).

En efecto, sólo tres países (Brasil, Chile y Perú) muestran signos de una interrupción súbita (sudden stop) del flujo de capitales asociado a los efectos de la crisis.¹⁷ Como puede verse en el gráfico 26, se trata de los tres países de la región en los que el sistema financiero mantiene una posición deudora neta de mayor magnitud relativa.¹⁸ En tanto, en siete casos (Argentina, Brasil, Chile, Ecuador, México, Perú y Venezuela) la información analizada sugiere la existencia de una turbulencia comercial debida a una reducción de las exportaciones considerablemente mayor que la que habría sido típica en un movimiento cíclico usual. Estas perturbaciones, sin embargo, están en gran medida vinculadas al comportamiento de los precios de los productos básicos, por lo que no pueden disociarse – en su origen y en sus efectos – de un shock de tipo financiero.

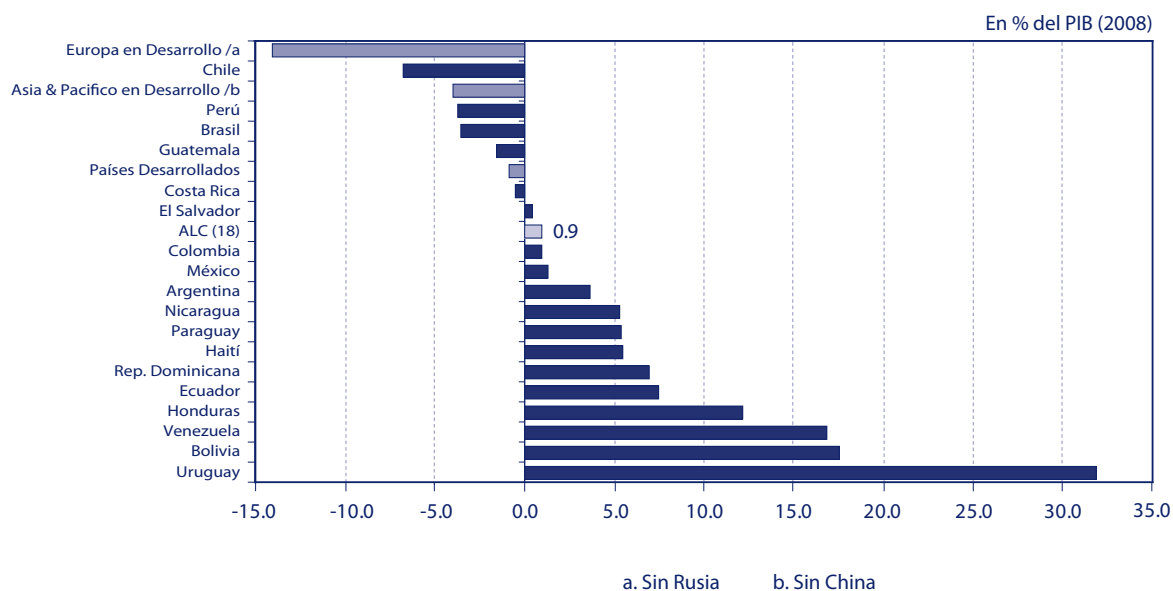


Gráfico 26: Posición externa neta del sistema financiero, diciembre de 2008

17 Con el objeto de estimar estos efectos, se aplicaron dos metodologías diferentes. La primera se centró en la reversión que pudieron tener las exportaciones de los países latinoamericanos como consecuencia de las variaciones de la demanda mundial. En este ejercicio se utilizó la desviación de la serie de exportaciones desestacionalizada de su tendencia de largo plazo, calculada sobre la base del filtro de Hodrick-Prescott. Se definió como reversión del comercio a toda disminución de más de una desviación y media estándar de las exportaciones. La segunda metodología se aplicó a los episodios en que disminuyen marcadamente los flujos de capital. Dicha serie comprende los flujos de inversión desestacionalizados obtenidos de la diferencia entre la acumulación de reservas y la balanza básica. Un episodio de descenso del flujo de capital será aquel en que los flujos de inversión considerados sufran una reversión de más de una desviación y media estándar respecto al promedio de todo el periodo.

18 Cabe señalar que el hecho de que estos países mantengan una posición deudora neta con el exterior no implica un juicio de valor negativo sobre estos sistemas financieros. Por el contrario, esto puede deberse al hecho de que son mercados más desarrollados y que requieren de una mayor escala de operaciones que obliga a las entidades a recurrir a los mercados financieros internacionales. Adicionalmente, cabe aclarar que Chile muestra una reversión de los flujos de capital cuando se descuentan del análisis los flujos del sector público. En el caso de Venezuela, es posible identificar una reversión de la cuenta de capitales del balance de pagos en el primer trimestre del 2009, pero también en algunos momentos del 2008 previos al agravamiento de la crisis, por lo que no es posible asociarlos a esta.

a. El canal financiero

El hecho de que los países de América Latina hayan reducido sus niveles de endeudamiento y acumularan reservas internacionales (sección 1.3), contribuye a explicar por qué, a diferencia de otras veces, la región no fue escenario de una crisis financiera. Otro elemento importante en este sentido es que el grado de exposición externa de los sistemas financieros de la región es relativamente bajo, por lo que el mantenimiento del crédito interno no resulta tan sensible a las condiciones externas, sobre todo cuando se lo compara con otras economías emergentes.

En el último trimestre de 2008, se observaron las mayores dificultades en el acceso al crédito bancario externo. En respuesta, como se analiza en la sección siguiente, los bancos centrales de varios países de la región tomaron medidas tendientes a garantizar la liquidez, en moneda nacional y en divisas, para apoyar a sus bancos, mientras que la reserva federal de los Estados Unidos estableció acuerdos con los bancos centrales del Brasil y México con el mismo propósito.¹⁹ Asimismo, las colocaciones de bonos soberanos y corporativos de países de la región en los mercados mundiales desaparecieron completamente durante la fase de incremento de las primas de riesgo, tal como se muestra en el gráfico 27. Estos factores tuvieron un fuerte impacto sobre las reservas internacionales, que habían llegado a su nivel histórico máximo en septiembre de 2008 –alrededor de U\$S 500.000 millones– y desde entonces hasta el primer cuatrimestre de 2009 se redujeron aproximadamente un 9%, unos 48.000 millones de dólares respecto a ese máximo.

Durante los primeros meses de 2009 comenzaron a cambiar lentamente las condiciones en los que operan los mercados financieros.

Los programas implementados en Estados Unidos y, en menor medida, en Europa recontribuyeron a consolidar la expectativa de que, salvo casos puntuales, se haría todo lo posible para evitar la quiebra de instituciones con alcance sistémico. Paralelamente, la política monetaria en varios países desarrollados se orientó a restablecer la liquidez, reduciéndose las tasas de interés hasta llegar a niveles cercanos a cero, a la vez que se procuraba restaurar el flujo de crédito ofreciendo ciertas garantías para créditos interbancarios. Esto contribuyó a que la percepción de riesgo respecto a los países emergentes comenzara a reducirse paulatinamente, si bien se mantuvo en niveles más altos que durante los tres años anteriores y permitió que los países de la región volvieran a acceder a los mercados internacionales de capitales, reanudándose así, las colocaciones de bonos soberanos y corporativos.²⁰

¹⁹ Véase Cepal (2009b).

²⁰ Cabe destacar que aun en el momento más agudo de la crisis (septiembre a octubre de 2008) el aumento de las primas de riesgo implícitas en los rendimientos de la deuda soberana fue bastante inferior al constatado en otras crisis.

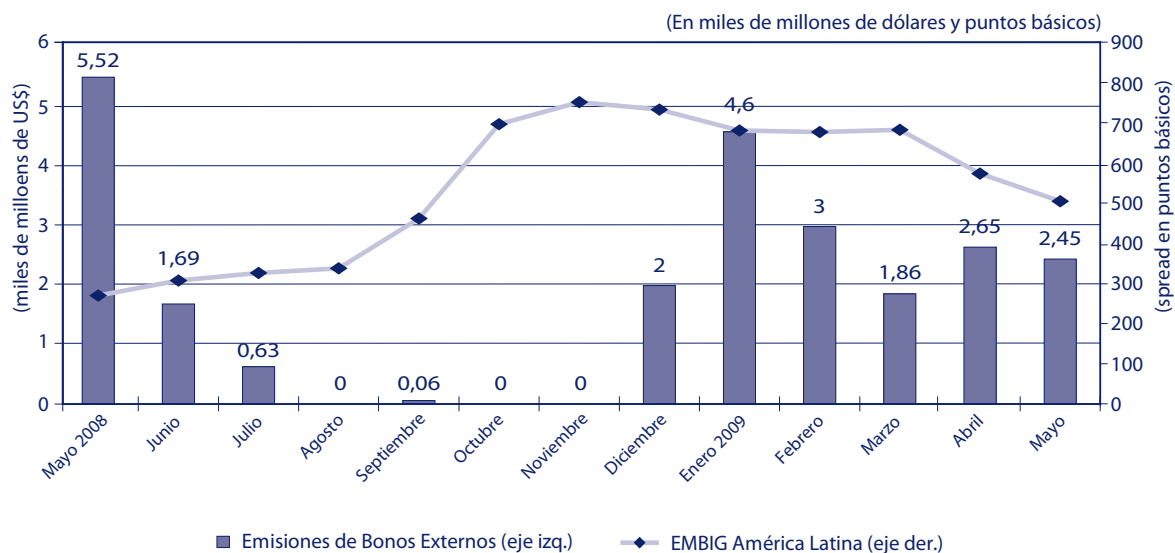


Gráfico 27: Colocación de bonos soberanos y corporativos en los mercados mundiales

b. El canal real

El impacto se hizo sentir con mayor fuerza en el canal de transmisión comercial. Por un lado, se observa una importante caída de los volúmenes de exportación de bienes y servicios reales que, como se observa en el gráfico 28, se aproximó al 15% interanual en el primer semestre del 2009, aunque los datos correspondientes a América del Sur muestran un recorte de la caída en el segundo trimestre del año.

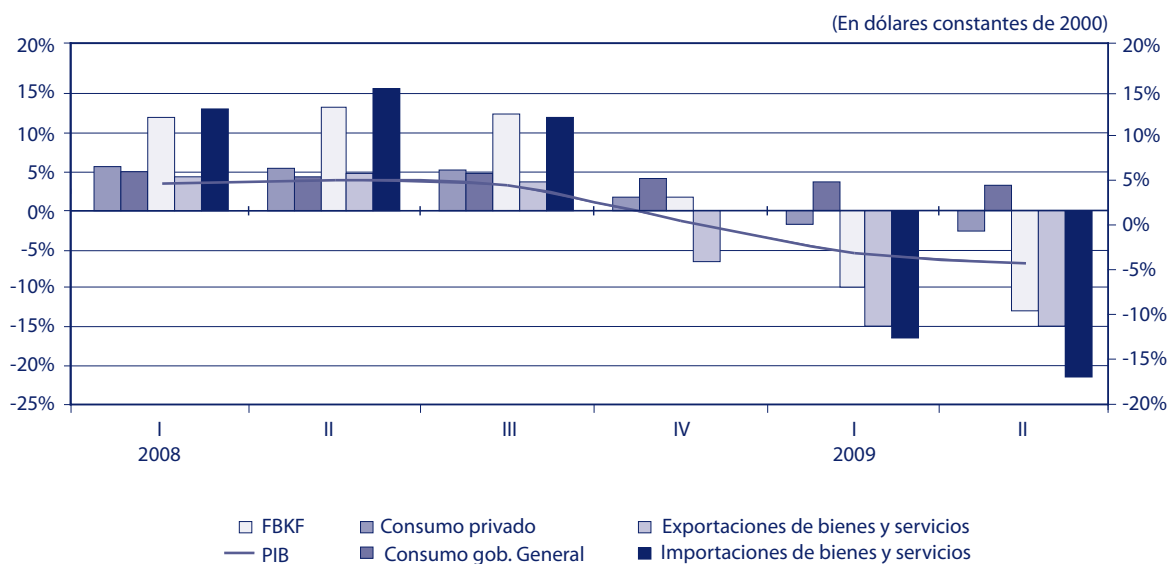


Gráfico 28: América Latina: variación porcentual interanual de la demanda agregada, 2008-2009

Por otra parte, la recesión mundial y la disminución del comercio internacional afectaron negativamente a los precios de los productos básicos, que disminuyeron significativamente respecto a los elevados niveles observados en el primer semestre del 2008 repercutiendo sobre la evolución de los términos de intercambio regionales (gráfico 29). Esa evolución negativa se revirtió parcialmente en los últimos meses, aunque sin compensar las caídas registradas entre fines de 2008 y comienzos de 2009. Se estima una caída de los términos de intercambio de América Latina de 11% en 2009, tras haber aumentado un 37% entre el 2008 y el promedio de la década de 1990.

Además de las repercusiones internacionales de la crisis estadounidense a través de los mercados financieros y del comercio exterior, operaron otros factores relevantes, aunque más difíciles de cuantificar, como la destrucción de riqueza derivada de la caída de los precios de los activos (financieros e inmobiliarios) y los efectos del deterioro de las expectativas de las familias y las empresas en la demanda de bienes y servicios. Estos factores son de especial importancia en los países con mercados internos de mayor tamaño y peso en la actividad económica y se manifestaron en reducciones de la inversión y significativas desaceleraciones del consumo privado. Por el contrario, como puede verse en el gráfico 28, el consumo público muestra un mayor crecimiento, hecho que puede relacionarse con las políticas fiscales activas a las que se hará referencia más adelante.

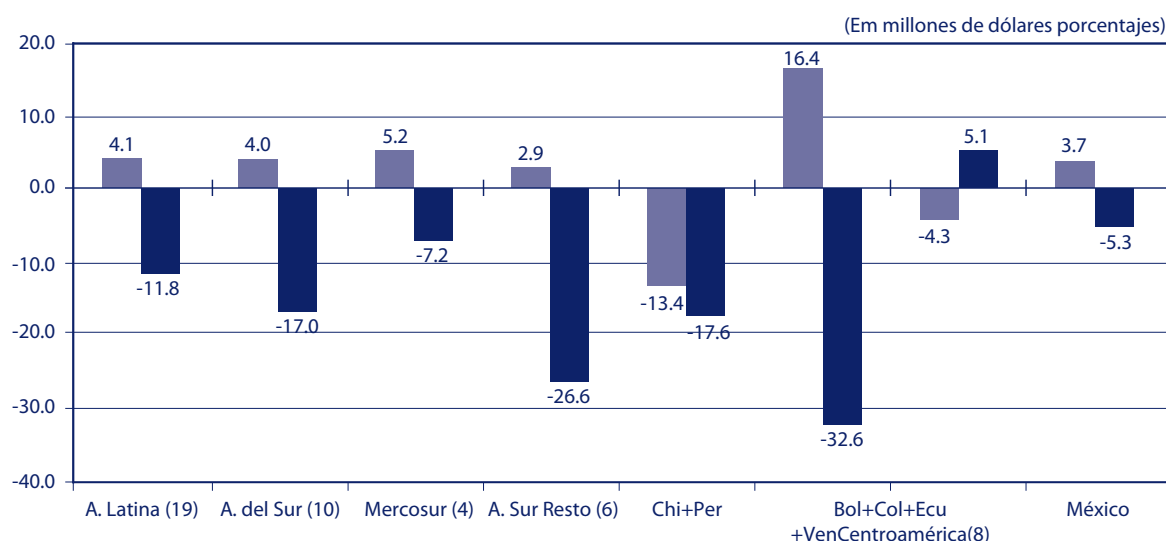


Gráfico 29: Variación estimada de los términos de intercambio, 2008-2009 (En %)

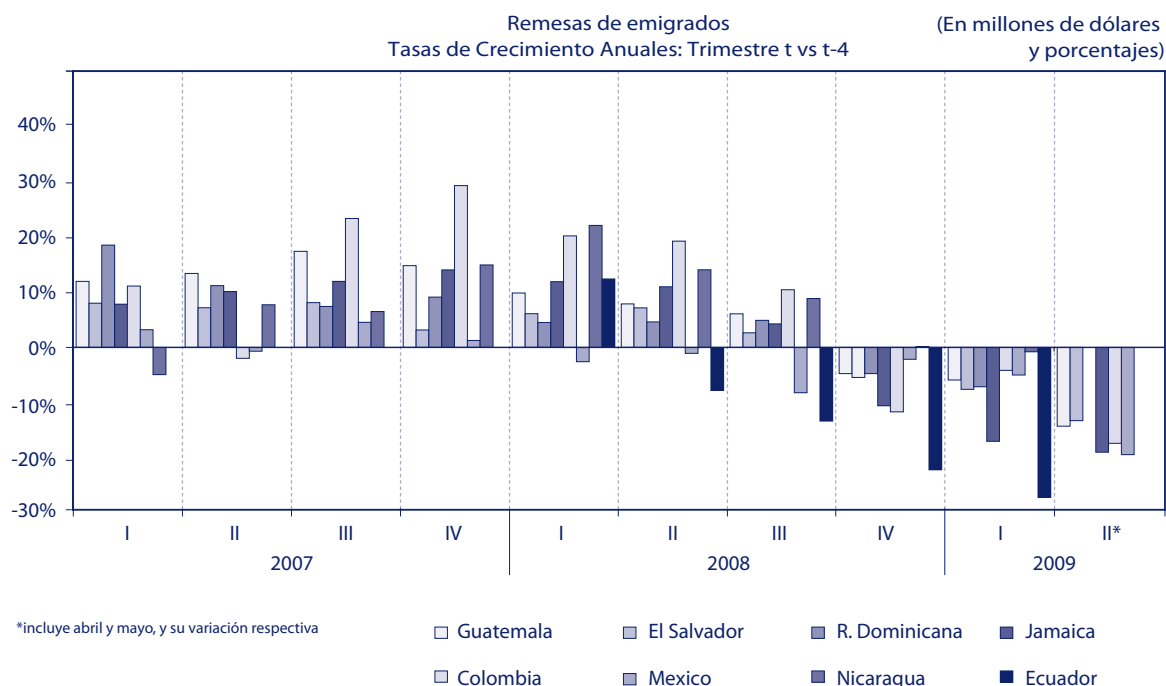


Gráfico 30: América Latina (ocho países): variación interanual de las remesas

En algunos países, la evolución del consumo privado se ha visto afectada más por la reducción de las remesas de emigrantes (gráfico 30). A partir del tercer trimestre de 2008 se observa una reducción de los ingresos por este concepto, que se profundizó en el primer trimestre de 2009. Los datos parciales disponibles para el segundo trimestre de 2009 muestran una contracción aún mayor, de entre 13% y 19%, en El Salvador, Guatemala, Colombia, Jamaica y México.

Por su parte, en la caída de la inversión ha influido la atenuación de los flujos de inversión extranjera directa, cuya merma se estima para el 2009 entre 35% y 45%.²¹ Se destaca la importancia de este efecto en países de Centroamérica donde, aunque no se trata de los principales receptores, la incidencia de estas corrientes es elevada en términos del PIB.

²¹ Ver Cepal (2009c).

2.2

EL ESPACIO MACROECONÓMICO Y LAS POLÍTICAS PARA ENFRENTAR LA CRISIS

Aunque con diferencias de un país a otro, se ha observado en los últimos años un cambio en los comportamientos macroeconómicos en la región que, como se analiza en profundidad en la sección 1, marcan un contraste con episodios previos de auge. En el periodo previo a la crisis, se promovieron en la región incrementos en las tasas de ahorro que se tradujeron en una menor dependencia de los recursos financieros externos y, en muchos casos, en disminuciones de los pasivos externos de los gobiernos, que compensaron con creces la mayor utilización de crédito internacional por parte de los sectores privados. Ese proceso fue acompañado por la importante acumulación de reservas internacionales a la que se hizo referencia anteriormente, derivada de la decisión de acumular activos externos, a fin de reducir la dependencia respecto al financiamiento externo ante eventuales dificultades de liquidez.²² Esta conducta de autoaseguramiento reflejó la decisión de pagar un precio, equivalente al costo de oportunidad de los recursos externos acumulados, como consecuencia del reconocimiento del carácter procíclico de la oferta internacional de crédito y del deseo de evitar condicionalidades asociadas al financiamiento proveniente de fuentes multilaterales.

Esto no sólo marcó una diferencia destacada respecto a las dificultades financieras que los países de la región afrontaron habitualmente en episodios similares, sino que además habilitó un mayor espacio para la aplicación de políticas públicas. Sin embargo, la evolución más reciente, condicionada por las repercusiones de la crisis, ha estrechado el espacio macroeconómico disponible para implementar políticas orientadas al incremento de la demanda interna y ha acentuado la disyuntiva entre objetivos que compiten por el uso de los instrumentos y recursos de que disponen los gobiernos.²³

El gráfico 31 muestra la evolución paralela de dos elementos básicos para definir el espacio para la política económica, cuando se analiza desde la óptica de los flujos: el saldo de la cuenta corriente y el saldo de las cuentas públicas. Como se ha mencionado en el apartado anterior, el periodo de bonanza desde el 2003 y hasta, al menos, el 2007 fue acompañado por una mejora paralela de ambos saldos que, de manera inédita en la región, permitió que – en promedio – América Latina registrara superávit gemelos en el 2006 y en el 2007.

22 La percepción de los esfuerzos de los países de la región sería aún mayor si el cómputo de las reservas internacionales incluyera lo ahorrado por varios países en fondos soberanos alimentados por superávits fiscales. Claro que se ha tratado de un esfuerzo bastante oneroso en términos del costo de oportunidad de los recursos, en el que los países de la región y las economías emergentes en general han debido incurrir para compensar imperfecciones de los mercados financieros internacionales frente a las cuales habían quedado indefensos en otras crisis.

23 Véase Fanelli y Jimenez (2009).

Sin embargo, buena parte de la mejora de la situación fiscal en los últimos años obedeció, como se señaló previamente, al aumento creciente de los precios de los productos básicos entre el 2002 y la primera mitad del 2008, por lo que el deterioro observado a partir de mediados del 2008, aunque atemperado recientemente, impone un condicionamiento muy relevante para el espacio fiscal alcanzado. El efecto total para América Latina es una disminución de la recaudación estimada en alrededor del 2% del PIB (promedio simple), por lo que el déficit global promedio de la región sería del orden del 2,7% del PIB en 2009, aunque este resultado es muy sensible al grado de ejecución de los anuncios realizados por los países en materia de incremento del gasto para contrarrestar el impacto de la crisis.

Por su parte, se espera una profundización del deterioro de la cuenta corriente de la región, que ya había comenzado en 2008. En 2009, se proyecta un déficit equivalente al 2,3% del PIB, originado principalmente en el marcado deterioro del balance comercial derivado del deterioro estimado de los términos de intercambio regionales y en la disminución esperada en las remesas. Eso sería parcialmente compensado por una disminución del déficit en el comercio de servicios reales y, sobre todo, por la disminución del déficit de la balanza de rentas, asociado a la expectativa de una menor remesa de utilidades de las empresas extranjeras radicadas en la región.

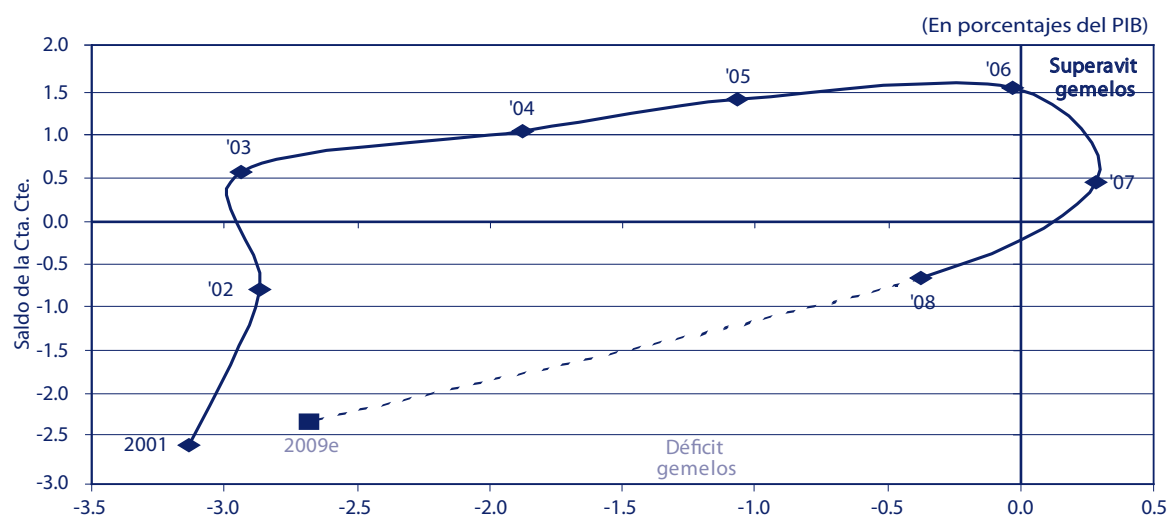


Gráfico 31: América Latina: evolución de la cuenta corriente y el resultado fiscal (2001-2009)

Además de los límites que la dinámica de las cuentas públicas y de las cuentas externas pueda imponer a la cantidad de recursos disponibles para intervenciones contracíclicas, las características de las economías de la región plantean otros factores que pueden condicionar la capacidad de la política macroeconómica. En particular, al margen de la importancia de preservar niveles de liquidez que permitan una operación fluida de los sistemas financieros, la efectividad de las políticas monetarias podría estar restringida en países con

escasos niveles de monetización y profundidad financiera. También, en situaciones de elevada incertidumbre, es posible que se vean afectados los mecanismos de transmisión entre medidas expansivas de política monetaria y aumentos de la oferta de crédito, y entre estos y la utilización efectiva del financiamiento disponible para elevar la demanda de bienes.

En situaciones de crisis, en que los mercados de crédito tienden a segmentarse, la política fiscal podría tener un rol protagónico en el mantenimiento de los flujos de gasto agregado.²⁴ Sin embargo, los países de la región enfrentan a veces restricciones institucionales y en la capacidad de implementación por parte del sector público, que acotan las márgenes para el uso flexible de la política fiscal con objetivos de estabilización macroeconómica.

En particular, si bien las reducciones de impuestos son decisiones cuya implementación es relativamente sencilla, la magnitud de su efecto puede ser limitado en países donde el nivel de imposición de partida es bajo y, en condiciones de incertidumbre, los aumentos de los ingresos disponibles no necesariamente se transforman en mayores volúmenes de demanda, en particular si los grupos favorecidos por las rebajas impositivas pertenecen a los estratos más altos de la distribución. Por su parte, los aumentos del gasto público exigen más en términos institucionales y administrativos. Incrementar la inversión pública insu-me tiempo, sobre todo porque los países no suelen contar con proyectos evaluados y listos para implementar. Del mismo modo, el otorgamiento de subsidios focalizados puede ser altamente efectivo, pero no todos los países han desarrollado mecanismos para identificar y llegar a los posibles beneficiarios de programas sociales.

a. Política monetaria y cambiaria

Ante el cambio del escenario internacional en el último cuatrimestre de 2008, que supuso importantes restricciones crediticias en los países desarrollados y el cese de las presiones inflacionarias que habían caracterizado los últimos años (sección 1.4b), los institutos emisores de la región procuraron garantizar niveles de liquidez adecuados, con el objeto de facilitar el funcionamiento de los mercados financieros internos.²⁵ Para ello, se tomaron medidas como la reducción del encaje legal, el recorte de los plazos o la reversión de operaciones de contracción de liquidez, y el establecimiento o ampliación de líneas especiales para realizar

²⁴ Sobre la eficacia de la política fiscal frente a una crisis financiera véase Baldacci, E, S. Gupta, y C. Mulas-Granados (2009).

²⁵ La aceleración inflacionaria observada en el 2007 y en el primer semestre del 2008 complicó el manejo de la política monetaria y condicionó el cumplimiento de los objetivos de inflación de los bancos centrales. En el periodo señalado, la inflación se mantuvo por encima de la meta establecida en Chile, Colombia, México, el Paraguay y el Perú. El Brasil fue el único país donde la inflación se mantuvo en el del rango objetivo, más amplio que el del resto de los países, pero el ritmo de incremento de precios también se aceleró y permaneció en un escalón superior al nivel medio de la banda. Aun cuando la aceleración inflacionaria observada obedeció, en gran medida, a choques de oferta vinculados con los precios de los alimentos y de la energía, la mayoría de los bancos centrales incrementó sus tasas de política monetaria objetivo de anclar las expectativas de inflación. Como las presiones inflacionarias fueron cediendo en la segunda mitad del 2008, en muchos casos se observaron tasa reales muy altas hacia fines de año.

operaciones de redescuento y reporto. Igualmente, durante ese periodo los bancos centrales mantuvieron las tasas de política monetaria casi constantes, anticipando que la caída de los precios de las materias primas se tradujera en una reducción de las presiones inflacionarias. En efecto, desde los últimos meses de 2008, la inflación de la mayoría de las economías de la región tendió a ceder y a ubicarse en el intervalo establecido por las autoridades monetarias – en los casos en que estas establecen objetivos explícitos de inflación – y se prevé que la desaceleración proseguirá en 2009.

En los primeros meses de 2009, los bancos centrales de la mayoría de los países de la región disminuyeron sus tasas de política monetaria para contribuir a la reactivación de la economía, de manera coordinada con las medidas fiscales, aunque en algunos países cabría esperar que las tasas continúen reduciéndose, habida cuenta de que aún permanecen altas en términos reales. La disminución de las presiones inflacionarias y las expectativas de una caída del ritmo de crecimiento de los precios han generado el espacio para ese cambio en la orientación de la política monetaria.²⁶

No obstante, la política monetaria expansiva no pudo impedir la pérdida de dinamismo del mercado de crédito, sobre todo a partir del agravamiento de la crisis internacional. La desaceleración de la tasa de crecimiento del crédito total en términos reales continuó en el primer semestre de 2009 en Argentina, Brasil, Colombia, México, Perú y Venezuela, aún cuando en varios países se observó una actividad más intensa de parte de la banca pública que contribuyó, al menos, a aminorar la caída de la oferta de financiamiento.

De otra manera, a partir del agravamiento de la crisis, hacia el final del 2008, y pese a la pérdida de reservas, las monedas de varios países de la región se depreciaron en forma significativa, luego de la apreciación registrada en los últimos tres años (sección 1.4b, gráfico 18). Las formas que tomó la intervención de las autoridades fueron diversas, e incluyeron, tanto operaciones en el mercado contado, como a futuro.²⁷ Estos movimientos se revirtieron parcialmente en la primera mitad del 2009 cuando, aunque se observó una generalizada rebaja de las tasas de interés por parte de los bancos centrales de la región, las monedas han tendido a apreciarse en términos nominales, como reflejo de las mejores condiciones que caracterizaron a los mercados financieros internacionales. Durante ese periodo se redujo progresivamente la intervención vendedora en los mercados cambiarios hasta desaparecer.²⁸

26 El Banco Central del Brasil redujo la tasa de interés básica del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (Selic) en cuatro oportunidades, entre diciembre de 2008 y abril de 2009, pasando del 13,66% al 11,66%, observándose comportamientos similares en ese periodo por parte de los bancos centrales de Colombia, Guatemala, México y del Perú. El banco central de Chile redujo su tasa de interés drásticamente, siete puntos porcentuales, pasando esta del 8,25% en diciembre de 2008 al 1,25% en mayo de 2009. También fue considerable la disminución de las tasas del banco central de Honduras, del 9% al 4,5% entre noviembre de 2008 y marzo de 2009. Una excepción ha sido Argentina, donde la evolución del mercado de cambios ha limitado la capacidad de la autoridad monetaria para disminuir las tasas de interés.

27 Ver Jara, A., R. Moreno y C. Tovar (2009).

28 La excepción a este comportamiento ocurrió en Argentina, donde el peso se ha depreciado gradualmente desde mediados de 2008.

b. Política fiscal

El desafío de la política fiscal en la actual coyuntura consiste en desplegar una acción contracíclica en el contexto de una merma de la recaudación, sin dejar de proteger, al mismo tiempo, ciertos gastos — educación, protección social e infraestructura — que son vitales para evitar un aumento de la pobreza y sentar las bases del crecimiento futuro. Aunque los gobiernos de la región mantienen alguna capacidad para apuntalar la economía con intervenciones fiscales, en la práctica el espacio de maniobra fiscal varía mucho de un país a otro y depende de la existencia de ahorros acumulados en los buenos tiempos, del grado de rigidez del gasto, de la duración de la crisis y de la posibilidad de endeudarse de forma prudente.

La crisis colocó las finanzas públicas de las economías latinoamericanas en una situación compleja. Por una parte, los ingresos fiscales exhiben una importante reducción, como resultado del menor nivel de actividad y de la caída de los precios de los productos básicos. A su vez, los países tomaron medidas de estímulo fiscal y de compensación de los costos distributivos de la crisis que significarán un deterioro adicional de sus resultados fiscales. Además, este deterioro se da, en muchos casos, en el marco de una importante restricción del financiamiento externo, que condiciona la posibilidad de aplicar políticas fiscales anticíclicas.

Asimismo, los efectos de la crisis internacional sobre los ingresos fiscales difieren de un país a otro en función de la estructura tributaria, del nivel de recaudación y de las diversas fuentes de financiamiento corriente utilizadas.²⁹ En ese sentido, el grado de exposición a la crisis será mayor en los países que tienen una baja carga tributaria, en aquellos que cuentan con un alto porcentaje de recursos no tributarios o provenientes de los recursos naturales y en los que tienen una gran apertura comercial, sobre todo si sus exportaciones están orientadas principalmente a países desarrollados. En cambio, se espera que sea menor en países con carga tributaria elevada y mayor participación del impuesto a la renta y productividad del impuesto al valor agregado (IVA).

Desde el punto de vista del gasto, la mayoría de los países planea realizar gastos de inversión en infraestructura especialmente en la construcción de viviendas. En lo que se refiere a los tributos, cabe destacar que ocho países anunciaron rebajas del impuesto a la renta personal — mediante cambios en el esquema de deducciones, reducción de alícuotas o mayores exenciones —, dos de las cuales son transitorias, y nueve países anunciaron cambios en el impuesto a la renta de las empresas — mediante nuevas exenciones, deducciones o sistemas de depreciación acelerada — de los cuales tres son transitorios.

Con respecto al efecto de las medidas anunciadas, además de lo señalado anteriormente en relación con las diferencias esperables entre las iniciativas basadas en la disminución de impuestos respecto de las que

29 En Gómez Sabaini y Jiménez (2009) se efectúa una cuantificación del grado de exposición de los ingresos fiscales de cada país respecto de diversas variables, agrupándose a los países en tres grupos de exposición: alta, media o baja.

implican un aumento del gasto público, son bien conocidas las dificultades que presentan en la región los incentivos y deducciones impositivos, normalmente llamados gastos tributarios, tanto en materia de cuantificación como de medición de sus efectos.³⁰

El gráfico 32 muestra el resultado de la evaluación que realizó la Cepal del costo fiscal de las medidas anunciadas para paliar los efectos de la crisis, en seis de los países más grandes de la región.³¹ Argentina muestra la intervención más activa, con anuncios de medidas que implican un costo de alrededor de 6% del PIB, del cual más del 90% correspondería al aumento del gasto derivado del plan de obras públicas. El paquete de medidas anunciado en el Brasil asciende a alrededor de 3,6%, del cual 85% es dirigido a aumento de gasto y el 15% restante a disminución de impuestos o beneficios tributarios. Se estima que la intervención de Colombia, Chile y México llega a entre un 2,4% y un 2,8% del PIB. Mientras que en Chile 46% del costo se dirige a la disminución de impuestos y beneficios tributarios, en Colombia y México todas las medidas se orientan al aumento del gasto.

Cabe destacar que la marcada disminución observada en los ingresos fiscales a la que se hizo referencia anteriormente, sumada a la restricción del crédito derivada de la lenta vuelta a la normalidad de los mercados financieros, limita bastante el margen de maniobra para el financiamiento de las políticas públicas, por lo que es válido plantearse dudas sobre la capacidad de algunos gobiernos para ejecutar el nivel de gasto que estas medidas implican.

Asimismo, cabe señalar que si gran parte de estas medidas fueron tomadas por los gobiernos centrales, muchas de ellas requirieron o requerirán recursos de los gobiernos subnacionales y de una acción coordinada entre los diferentes niveles de gobierno. Esto agrega una necesidad de mayor coordinación intergubernamental y una vía adicional de vulnerabilidad de la política fiscal frente a la crisis ya que, si bien en los niveles subnacionales se han mejorado las cuentas públicas en los últimos años, esta mejora no se asentó en un mayor esfuerzo tributario de los niveles intermedios y locales, sino que, por el contrario, fue en gran medida resultado de la importancia creciente que han tenido las transferencias provenientes de los gobiernos nacionales.

En efecto, las transferencias totales aumentaron dos puntos del producto entre 1997 y 2007, mientras que los ingresos tributarios propios apenas pasaron del 2,1% del PIB al 2,7% en ese mismo periodo. Por otra parte, en algunos casos, los niveles de deuda pública de los gobiernos subnacionales son elevados y representan una significativa proporción de la deuda pública.

30 Si bien las metodologías utilizadas para su cálculo son de difícil comparación, los países de la región tienen una alta utilización de los gastos tributarios que van desde alrededor del 2% del PIB en el caso de Argentina, Brasil y Perú, hasta más de 5% del PIB en el caso de Chile, Guatemala y México, lo que se traduce en una alta erosión de sus bases tributarias. Para más detalle sobre el uso de los gastos tributarios en la región, véase Jiménez y Podestá (2009).

31 Véase Cepal (2009b).

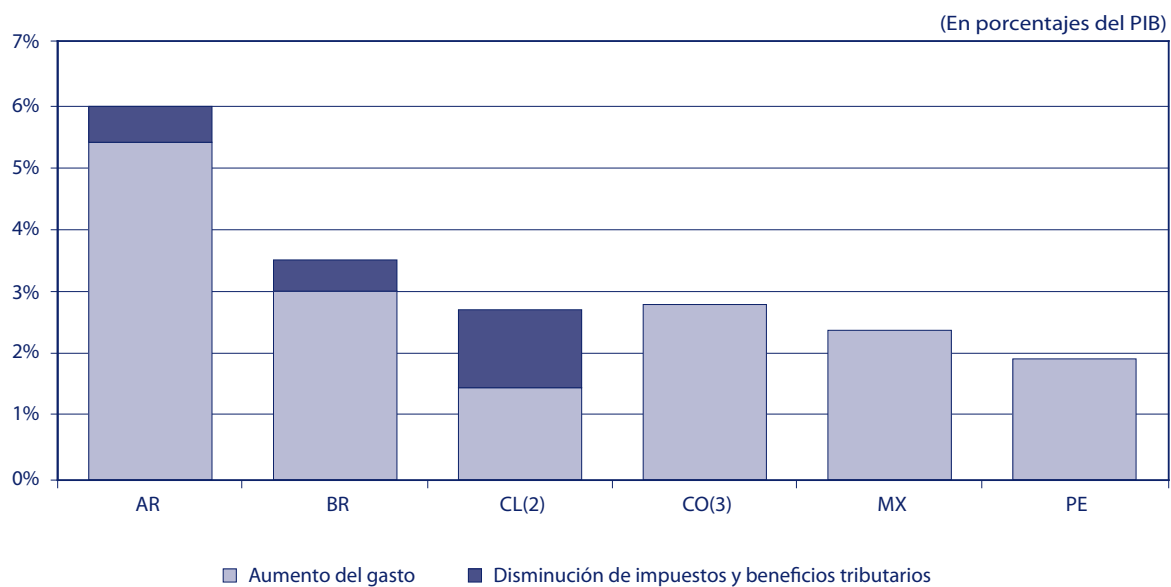


Gráfico 32: América Latina (países seleccionados): costo fiscal de las medidas contra la crisis programadas para 2009

CONCLUSIÓN: LA POLÍTICA MACROECONÓMICA MÁS ALLÁ DE LA CRISIS

La región fue afectada por la crisis, interrumpiendo un proceso de seis años consecutivos de crecimiento y mejora de los indicadores sociales, pero no con el dramatismo de otras veces.

El 2009 será un año de caída del PIB regional, sobre todo debido a la fuerte caída esperada en la economía mexicana y habrá repercusiones negativas en materia de empleo y pobreza. Como señalamos en las dos secciones anteriores, el crecimiento del periodo 2003-2008 fue acompañado por un aumento del empleo y una mejora en su calidad, factores que llevaron a una disminución de la pobreza y de la desigualdad.

En el 2009 habrá un recorrido inverso: el crecimiento bajo o, incluso, negativo será acompañado por un incremento del desempleo y de la informalidad, un debilitamiento del empleo con protección social y una contracción del empleo de jornada completa.³² La conjunción de esos elementos traerá aparejado un aumento de la pobreza y de la desigualdad en una región en la que aún hay más de 180 millones de pobres y más de 70 millones de indigentes.

Cabe esperar que la incipiente recuperación que se observa hacia finales del 2009 se consolide en el 2010 y que América Latina vuelva a crecer, aunque es probable que lo haga a tasas inferiores a las del periodo de bonanza truncado por la crisis. El crecimiento esperado podría resultar insuficiente en términos de la demanda de empleo, lo que dificultará una rápida recuperación de la cantidad y la calidad de los puestos de trabajo y, por tanto, de los indicadores sociales.

Además, también se va a contraer la inversión, lo cual no sólo tiene un impacto negativo inmediato sobre la demanda de bienes y sobre el nivel de actividad, sino que afecta la capacidad de crecimiento de la región en el futuro. Se argumenta a menudo que la región demoró 14 años en recuperar el PIB por habitante previo a la crisis de la deuda de los años 1980 y que le llevó 25 años para recuperar la tasa de pobreza observada antes de esa crisis.

Como se señaló en la sección 1, las tasas de inversión en relación al PIB, observadas en la región en los años 1970, no volvieron a repetirse. En los últimos años los países de América Latina estaban consiguiendo

32 Boletín Cepal / Organização Internacional do Trabalho (OIT), (2009).

incrementar sus tasas de inversión pero ese camino fue interrumpido antes de que se recuperara el nivel necesario para crecer de manera sostenida a una tasa más alta.³³

Por un lado, es altamente probable que la crisis dé lugar a profundos cambios en el escenario internacional que van a generar un entorno menos favorable al crecimiento que el que nuestra región enfrentó entre el 2003 y el 2008. En primer lugar, es probable que el mundo post-crisis se caracterice por un menor crecimiento global, a partir de una caída en el dinamismo de la demanda agregada de los países desarrollados, compensada parcialmente por aumentos de la demanda agregada en los países en desarrollo.³⁴

Como consecuencia de lo anterior, cabe esperar que las economías emergentes tengan un rol más protagónico en el crecimiento mundial, pero en el marco de una desaceleración de los flujos comerciales. La caída de la demanda de importaciones por parte de las economías desarrolladas estrechará el espacio para que las economías emergentes puedan colocar sus productos en estos mercados, exacerbando la competencia e incentivando, al mismo tiempo, la adopción de estrategias de crecimiento más orientadas hacia los mercados internos, al menos en las economías de mayor tamaño relativo.

Por otro lado, la crisis financiera global puso de manifiesto la necesidad de reformas profundas a la arquitectura financiera internacional y, en particular, a los sistemas regulatorios y de supervisión a fin de garantizar una mayor estabilidad financiera global. La crisis dejó en evidencia que los mecanismos institucionales para el control de riesgos sistémicos no evolucionaron a la par con el proceso de globalización y de liberalización financiera. Así, será necesario producir cambios en el enfoque y en el alcance de la regulación y supervisión de los sistemas financieros domésticos, acompañados por un mayor esfuerzo de coordinación de la regulación a nivel global. Esos cambios se traducirán, probablemente, en la expansión de los alcances de la regulación y la supervisión sobre los distintos instrumentos financieros, así como sobre los distintos participantes del mercado. Se espera que el cambio en el modelo de banca se oriente hacia uno de banca más transparente con menores incentivos a la toma de riesgo, así como menores niveles de apalancamiento, lo que implicará una reducción en los flujos financieros internacionales y en consecuencia, una parcial reversión del proceso de integración financiera que se había venido observando hasta la crisis.

Recapitulando, América Latina enfrenta el renovado desafío de incrementar su tasa de crecimiento a fin de poder dar respuesta a las necesidades que plantea una situación social compleja y cuya resolución es cada vez más perentoria. Pero crecer más requiere invertir más y esto, en nuestra región, implica un aumento de la demanda de divisas para adquirir bienes de capital que, en su mayoría, son de origen importado. Cabe preguntarse entonces cómo se va a insertar la región en un mundo caracterizado, por un lado, por un menor

33 Se estima que para crecer sostenidamente al 6% anual, la tasa de inversión promedio de la región debería estar entre 24% y 27% del PIB. Ver Cepal (2006).

34 Ver Rogoff (2009).

crecimiento de los países desarrollados y una mayor participación de los países en desarrollo en el crecimiento global y, por otro, por sistemas financieros sujetos a regulaciones y supervisiones más estrictas, con menor dinamismo de los mercados de crédito y mayores tasas de interés.

No es nuestro objetivo dar una respuesta exhaustiva a estos interrogantes que, en definitiva, giran alrededor de la necesidad de lograr crecimiento económico sostenido apoyado en el incremento de la productividad y en una mayor equidad distributiva. Nos proponemos, apenas, plantear algunos aportes que, desde el diseño de la política macroeconómica, pueden contribuir a consolidar el vínculo, bastante difuso en la experiencia latinoamericana, entre crecimiento y equidad.

La estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para que la región pueda crecer más y repartir mejor, pero debe entenderse a la estabilización de manera amplia como un objetivo que va más allá de asegurar una inflación baja y estable. Este es sin dudas un objetivo central de la política macroeconómica, pero la historia económica de América Latina ha dado numerosos ejemplos de los grandes costos que puede acarrear la inestabilidad real. Esto pone de relieve la importancia que adquiere una gestión macroeconómica sostenible definida en función de senderos de tendencia previstos de las principales variables, que sirvan de referencia para la toma de decisiones que involucran horizontes que exceden el corto plazo.

Resulta crucial que el diseño de la política macroeconómica permita enfrentar las fluctuaciones asociadas a los ciclos económicos, pero esta capacidad debe forjarse en los momentos de auge económico para utilizarla en las fases recesivas, evitando excesivas fluctuaciones tanto en el nivel de prestación de los servicios públicos como en el nivel del tipo de cambio real y de la tasa de interés. Esta es una importante lección emergente de la crisis, en la medida en que se han hecho patentes en la región los beneficios derivados de las políticas contra cíclicas que, en diferente grado, varios países han podido implementar.

Sin embargo, este no ha sido siempre el caso. Por el contrario, una mirada comparativa de los últimos 30 años muestra que en la mayor parte de los países de América Latina la política fiscal se ha comportado de manera procíclica, a diferencia de lo observado en los países desarrollados, donde ha sido contracíclica o a lo sumo acíclica.³⁵ A pesar de la reciente mejora, América Latina aún registra niveles muy altos de volatilidad real, que acarrear importantes costos en materia de bienestar.³⁶

Desde luego, la implementación de políticas contracíclicas es una tarea que no está exenta de tensiones y conflictos, en gran parte asociados a la dificultad para identificar la tendencia de largo plazo en muchas de nuestras economías, aunque también pueden derivarse de las diferencias en las preferencias de distintos

35 Véase López-Monti (2009b) para un análisis comparativo de la ciclicidad de la política fiscal en América Latina y los países desarrollados.

36 Para una estimación del costo, en términos del bienestar, de las fluctuaciones del ciclo en América Latina en base a diferentes modelos puede verse López-Monti (2009a).

agentes económicos frente a situaciones específicas. Por caso, es altamente probable que los sectores con capacidad de ahorro o acceso al financiamiento difieran en sus intereses respecto a los estratos más pobres, que enfrentan fuertes restricciones en su gasto, dado que no tienen capacidad de ahorro y acceden de manera muy limitada al mercado financiero.³⁷ En este sentido, la administración macroeconómica contracíclica es particularmente relevante para los grupos de menores recursos, por lo que son particularmente importantes, desde el punto de vista distributivo, las acciones de política en las fases expansivas dirigidas a acumular capacidad para afrontar la fase descendente del ciclo.

De manera general, la política macroeconómica incide sobre el crecimiento y la distribución a través del modo en que combina el manejo de las variables que están, al menos parcialmente, bajo el control de las autoridades económicas, como la cantidad y el tipo de impuestos que se recaudan, el nivel y la composición del gasto público, las tasas de interés o el tipo de cambio. El modo en que estos instrumentos son utilizados influye de manera decisiva sobre decisiones de producción y acumulación y sobre los ingresos de diferentes grupos o sectores. El conjunto de instrumentos disponibles y la naturaleza e intensidad de sus efectos, dependen de la estructura de la economía, de su configuración institucional (por ejemplo, en cuanto a la propiedad de los recursos naturales) y de su historia (por ejemplo, en cuanto a las experiencias que pueden afectar la demanda de activos domésticos y la profundidad de los sistemas financieros).

En América Latina, el nivel de la carga tributaria de la mayoría de los países resulta insuficiente para garantizar la atención de las demandas de gasto que los Estados enfrentan. Pero la región no sólo recauda poco, sino que recauda mal.³⁸ En especial, se debe señalar la baja participación de la imposición a la renta y el hecho de que la estructura tributaria está sustentada principalmente en impuestos indirectos de carácter regresivo.³⁹ Los sistemas tributarios de la región están entre los factores que contribuyen a mantener el cuadro de distribución desigual de la renta y, por lo tanto, de la pobreza y de la indigencia, dado que la política tributaria ha relegado el objetivo de lograr mejoras en la equidad distributiva en pro de otros propósitos. El gran desafío, en esta área es no sólo incrementar la cantidad de recursos que se recauden, sino también mejorar su incidencia sobre la distribución del ingreso aumentando la carga sobre los sectores más favorecidos.

En relación con el gasto, prácticamente no debe haber área de los presupuestos públicos que no estén siendo objeto de algún tipo de reformulación, dando cuenta de la insatisfacción de la sociedad en relación con la magnitud y forma de intervención de los gobiernos.⁴⁰ En particular, en lo relativo al gasto social, cabe esperar

37 Véase Krusell y Smith (2002).

38 Ver sobre este punto Cetrangolo y Gomez Sabaini (2007).

39 Esto podría afectar además la efectividad de los estabilizadores automáticos. Sobre este punto véase Sescún (2007).

40 Una evaluación de la percepción de los planes sociales en la Argentina puede verse en Cruces y otros (2007) Una conclusión interesante de este trabajo es la necesidad contemplar aspectos que hacen al flujo de información relacionada con los contenidos y con las evaluaciones de los programas como forma de mejorar su legitimidad.

que las reformas tengan un papel central en la construcción de sociedades más cohesionadas y permitan, al mismo tiempo, aumentar la legitimidad de las políticas públicas y, por tanto del pago de impuestos destinados a financiarlas. Pero las demandas de más gasto público no se circunscriben al área social, sino que incluyen, por ejemplo, la inversión pública en infraestructura que, más allá del impacto sobre la actividad de otros sectores y su papel como elemento reactivador de la economía, tiene una incidencia muy significativa sobre la competitividad y sobre la definición del perfil productivo.⁴¹

Se trata, en suma, de garantizar el financiamiento sustentable de una serie de prestaciones que los Estados deben realizar a fin de contribuir al logro de un crecimiento más alto y más inclusivo. Esta necesidad, si bien involucra de manera directa distintos aspectos de la política fiscal, excede ampliamente el alcance de esta, para transformarse en la base un nuevo pacto fiscal, tema que sólo vamos a plantear pero cuyo desarrollo, en profundidad, requeriría un nuevo artículo.

Por último, la política monetaria debe apuntar a alcanzar una tasa de inflación lo más baja y estable posible, esto constituye un consenso ampliamente alcanzado en una región que ha atravesado momentos muy difíciles asociados a procesos de inflación muy elevada. Sin embargo, pero no debe olvidarse que la elección del régimen monetario y cambiario determina una variable tan importante como es el tipo de cambio. La volatilidad real característica de las economías latinoamericanas está íntimamente asociada a la excesiva variabilidad del tipo de cambio real, lo cual tiene un impacto negativo sobre la inversión, sobre todo en bienes comerciables internacionalmente, por lo que debería ser un objetivo de la política macroeconómica el tratar de evitar amplias y bruscas oscilaciones del tipo de cambio real, independientemente de si el precio nominal de las divisas fluctúa según las condiciones del mercado o es fijado por la autoridad económica.⁴²

Las dificultades asociadas a reducir la volatilidad del tipo de cambio en una región expuesta a fuertes shocks externos no son menores, pero es evidente que los bajos precios de los bienes transables que se derivan de una excesiva apreciación tienden a inducir una configuración de la producción y de las inversiones que dificulta el crecimiento y la diversificación de las exportaciones.⁴³ Por otra parte, esos precios relativos dan lugar a percepciones erróneas de la capacidad de gasto (medida en moneda extranjera) que acaban repercutiendo en la generación de elevados desequilibrios externos y niveles de endeudamiento insostenibles.

Por lo tanto, la política económica, y en particular los bancos centrales, deberían tener como un segundo objetivo el mantenimiento de un tipo de cambio real estable y competitivo. Para ello, las herramientas con que

41 Sobre este tema véase Lucioni (2009).

42 Bastourre y Carrera (2004) encuentran una asociación negativa entre el grado de flexibilidad de la política cambiaria y el grado de volatilidad real.

43 Aghion y otros (2006) demuestran que en economías que, como las latinoamericanas, tienen sistemas financieros escasamente desarrollados, la volatilidad cambiaria afecta negativamente el crecimiento.

se cuenta pueden ir desde intervenciones directas y acciones de disuasión hasta las restricciones al ingreso de capitales de corto plazo cuando sea relevante. Desde ya, políticas monetarias más activas para intentar sostener el tipo de cambio real requieren como contraparte una mayor disciplina fiscal. No obstante, el mantenimiento del tipo de cambio real a cualquier costo puede, en ciertas circunstancias, dar lugar a presiones inflacionarias, conspirando así contra el objetivo principal de la política monetaria.

Las dificultades que esto puede plantear, en todo caso, deben resolverse fortaleciendo los ámbitos de coordinación de políticas, de modo que sea posible evaluar de manera integral y explícita los costos de que alguna variable relevante se aleje del valor fijado como objetivo en relación con los eventuales beneficios de evitar desvíos de otras variables a las cuales también se les asigna peso en las decisiones. De todos modos, teniendo en consideración la importancia del tipo real de cambio como señal macroeconómica sobre las decisiones de producción, inversión, demanda y financiamiento, no parece conveniente tratarlo como una variable residual para la política económica.⁴⁴

En estos párrafos hemos procurado identificar algunos factores que deben ser tomados en cuenta en el diseño de una política macroeconómica orientada a mitigar la volatilidad. La multiplicidad de objetivos que esto puede plantear lleva a la necesidad de crear instrumentos independientes, lo cual requiere, a su vez, actuar sobre las restricciones estructurales que limitan la autonomía de las políticas: las instituciones, la disponibilidad de recursos tributarios y la calidad del aparato estatal.

El desarrollo económico es una construcción compleja, que va mucho más allá de los meros cambios cuantitativos y los saltos de escala y que debe ser visto como un proceso de transformación permanente de las estructuras productivas y sociales. La dificultad que enfrentan economías como las latinoamericanas en este sentido está asociada a la ausencia de algunos mercados (como los de crédito a largo plazo en moneda doméstica), la competencia imperfecta que caracteriza a otros, la distribución asimétrica de la información (por ejemplo en los mercados de crédito o de tecnología, y sobre las oportunidades de inversión) y las fallas de coordinación. Todo esto subraya la importancia de la presencia del Estado, por lo que la generación y ampliación del espacio de políticas públicas, a través de la creación de instrumentos y del fortalecimiento de las distintas instancias de coordinación es una tarea fundamental desde el punto de vista del crecimiento y del desarrollo.

La necesidad de alcanzar un crecimiento sostenido basado en el incremento de la productividad y en el aumento de la equidad realza la importancia de disminuir la volatilidad para crecer más, para generar más empleo y para reducir la vulnerabilidad de los segmentos más expuestos de la población.

⁴⁴ Sobre la importancia del instrumento cambiario para economías emergentes puede verse Eichengreen (2008), Rodrik (2007) o, desde una perspectiva latinoamericana, Barbosa (2005) o Frenkel (2008).

En definitiva, como señalaba Prebisch (1949) hace 60 años:

Si, con fines sociales, se trata de elevar al máximo el ingreso real, las consideraciones anticíclicas no pueden faltar en un programa de desenvolvimiento económico. La propagación a la periferia latinoamericana de las fluctuaciones cíclicas de los grandes centros implica considerables mermas de ingreso. Si estas mermas pudieran evitarse, el problema de la formación de capital se haría menos difícil. Ha habido ensayos de política anticíclica, pero hay que reconocer que aún estamos en los comienzos de la dilucidación de este asunto.

BIBLIOGRAFÍA

AGHION, Philippe; BACCHETTA, Philippe; RANCIERE, Romain; ROGOFF, Kenneth. Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development. **NBER Working Paper**, n. 12.117, 2006.

BARBOSA-FILHO, Nelson H. **Inflation Targeting in Brazil: Is There An Alternative?** Political Economy Research Institute. University of Massachusetts Amherst, Septiembre 2006.

BASTOURRE, Diego; CARRERA, Jorge. **Could the Exchange Rate Regime Reduce Macroeconomic Volatility?** In: ANPEC, XXXII Encontro Nacional de Economia, 2004.

BALDACCI, E.S.; GUPTA; MULAS-GRANADOS, C. How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises? **IMF Working Paper**, n. WP/09/160, Washington, DC. Fondo Monetario Internacional (FMI), Julio 2009.

BELLO, O.; PINEDA, J. **Las elasticidades de largo plazo de las importaciones agregadas de América Latina**. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), 2007.

BOLETÍN CEPAL/OIT. Coyuntura laboral en América Latina. **Crisis en los mercados laborales y respuestas contracíclicas**. Septiembre. Publicación de las Naciones Unidas, 2009.

CEPAL. **La inversión extranjera en América Latina y el Caribe 2006**. Santiago de Chile, Publicación de las Naciones Unidas, 2006a.

_____. **Estudio económico de América Latina y el Caribe 2006**. Santiago de Chile: Publicación de las Naciones Unidas; Cepal, 2006b.

_____. **Panorama social de América Latina 2008**. Santiago de Chile: Publicación de las Naciones Unidas, 2008.

_____. **Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2008-2009 (LC/G.2410-P)**. Santiago de Chile, julio, 2009a.

_____. **La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional:** una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 31 de mayo de 2009 (LC/L.3025/Rev.1). Santiago de Chile, junio 2009b.

_____. **La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe, 2008 (LC/G.2406-P).** Santiago de Chile, 2009c.

CETRÁNGOLO, Oscar; SABAINI, Juan Carlos Gómez. **La tributación directa en América Latina y los desafíos de la imposición sobre la renta.** Serie Macroeconomía del desarrollo, n. 60. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), 2007.

CRUCES, Guillermo; ROVNER, Helena; SCHIJMAN, Agustina. **Percepciones sobre los Planes Sociales en Argentina.** Serie de Documentos de Trabajo sobre Políticas Sociales N° 2, Banco Mundial, Buenos Aires, 2007.

DATT, G.; RAVALLION, M. Growth and redistribution components of changes in poverty measures. **Journal of Development Economics**, v. 38, 1992.

EICHENGREEN, B. The Real Exchange Rate and Economic Growth". Commission on Growth and Development. **Working Paper**, n. 4, 2008.

EICHENGREEN, Barry; O'Rourke, K. H. A tale of two depressions, 2009. Disponible en: <<http://www.voxeu.org/>>.

FANELLI, José María; JIMÉNEZ, Juan Pablo. **Crisis, volatilidad, ciclo y política fiscal en América Latina (LC/L.3038).** Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), 2009.

FRENKEL, Roberto. **An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment.** 2009. Mimeografiado.

SABAINI, Gómez; CARLOS, Juan; JIMÉNEZ, Juan Pablo. **El papel de la política tributaria frente a la crisis global: consecuencias y perspectivas (LC/L.3037).** Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), 2009.

JARA, A.; MORENO, R.; TOVAR, C. The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses. **BIS Quarterly Review**, junio 2009.

JIMÉNEZ, Juan Pablo; TROMBEN, Varinia. Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe. **Revista de la Cepal**, n. 90, p. 61-86, 2006.

JIMÉNEZ, Juan Pablo; PODESTÁ, Andrea. Inversión, incentivos fiscales y gastos tributarios en América Latina. Serie Macroeconomía del desarrollo, n. 77. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), 2009.

KACEF, O. Crisis y políticas públicas en América Latina. In: KACEF, O.; JIMÉNEZ, Juan Pablo (Compiladores). **Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas**. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), 2009. (Colección Documentos de proyectos).

KACEF, O.; MANUELITO, S. El ingreso nacional bruto disponible en América Latina: una perspectiva de largo plazo. Serie Macroeconomía del desarrollo, n. 69. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), 2008.

KAKWANI, N. On measuring growth and inequity components of changes in poverty with application to Thailand. **Discussion Paper**, University of New South Wales, 1997.

KRUGMAN, P. **The Great Recession versus the Great Depression**. 2009. Disponible en: <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/20/the-great-recession-versus-the-great-depression/>>.

KRUSELL, P.; SMITH, A. Revisiting the welfare effects of eliminating business cycles. Rochester University. **Working Paper**, November, 2002.

LÓPEZ-MONTI, R. **A comparative analysis of the welfare cost of real volatility in Latin America and Developed Countries**. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), 2009a.

LOPES, F. A dimensão da crise. Como reagir a crise? Políticas econômicas para o Brasil. In: BACHA E.; GOLDFAJN I. (Org.). Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Política Económica (IEPE); CdG, 2008.

LÓPEZ-MONTI, R. **Real volatility and fiscal policy in Latin America and Developed Countries**. 2009b. Mimeografiado.

LUCIONI, L. **La provisión de infraestructura en América Latina: tendencias, inversiones y financiamiento**. Serie Macroeconomía del desarrollo, n. 72 (LC/L.2981-P). Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), 2009.

MACHINEA, J. L. La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica. Revista Cepal, n. 97 (LC/G.2400-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), abril 2009.

MACHINEA, J. L.; KACEF, O.; WELLER, J. América Latina en el 2007: situación económica y del mercado de trabajo. In: MACHINEA, J. L.; SERRA, N. (Ed.). **Hacia un nuevo pacto social**: Políticas económicas para un desarrollo integral en América Latina, Barcelona, 2008.

PREBISCH, R. Bases para la discusión de una política anticíclica en América Latina. El desarrollo económico de la América Latina. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina (Cepal), 1949.

RODRIK, D. The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence. **Working Paper**, John F. Kennedy School of Government, Harvard University, 2007.

ROGOFF, K. The New Normal for Growth, Project Syndicate. 2009. Disponible en: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/rogooff56/English>>.

SENHADJI, A. Time-Series Estimation of Structural Import Demand Equations: A Cross-Country Analysis, IMF. **Working Paper**, n. 132, Washington, DC, 1998.

SESCÚN, R. The Size and Effectiveness of Automatic Fiscal Stabilizers in Latin America. **World Bank Working Papers WPS** n. 4.244, Washington, DC, 2007.